



LISBON  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT  
UNIVERSIDADE DE LISBOA

# **MESTRADO**

## **GESTÃO E ESTRATÉGIA INDUSTRIAL**

### **TRABALHO FINAL DE MESTRADO**

#### **DISSERTAÇÃO**

QUAL O IMPACTO DA REPUTAÇÃO,  
INTERNACIONALIZAÇÃO E DO RÁCIO COLABORADOR  
POR *PARTNER* NA RENDIBILIDADE DAS CONSULTORAS  
DE GESTÃO?

MAFALDA SERRA FÉ ACABADO OLIVEIRA

OUTUBRO- 2018



LISBON  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT  
UNIVERSIDADE DE LISBOA

# **MESTRADO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA INDUSTRIAL**

## **TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO**

QUAL O IMPACTO DA REPUTAÇÃO,  
INTERNACIONALIZAÇÃO E DO RÁCIO COLABORADOR  
POR *PARTNER* NA RENDIBILIDADE DAS CONSULTORAS  
DE GESTÃO?

MAFALDA SERRA FÉ ACABADO OLIVEIRA

**ORIENTAÇÃO:**

PROFESSOR TELMO FRANCISCO SALVADOR VIEIRA

OUTUBRO- 2018

## Resumo

O âmbito do presente estudo é analisar se a reputação, a internacionalização e o rácio colaborador por *partner* são fatores que determinam a rendibilidade das empresas de consultoria de gestão na Europa. Desta forma, é possível compreender melhor como podem estas empresas ser mais rentáveis. Assim, é efetuada uma análise estatística, para o período de 2008 a 2017, para a totalidade da amostra selecionada, que por sua vez é constituída por 230 empresas de 18 nacionalidades europeias diferentes. A medida de rendibilidade utilizada é o *Return on Equity*, medido através do resultado líquido sobre o capital próprio.

Os resultados obtidos sugerem que uma reputação positiva das consultoras de gestão tem um efeito positivo na rendibilidade das mesmas. Adicionalmente, existe evidência estatística suficiente para suportar uma relação não linear, em forma de “U”, entre o grau de internacionalização das empresas e a respetiva rendibilidade. Assim, para empresas que se encontram no estágio inicial de internacionalização, a expansão além-fronteira não beneficia a rendibilidade. No entanto, após atingirem um grau mais elevado de expansão internacional, as empresas começam a beneficiar desta estratégia, tornando-se mais rentáveis. Os resultados do presente trabalho não evidenciam suporte estatístico suficiente para a existência de uma relação positiva entre o rácio colaborador por *partner* e o *Return on Equity*.

*Palavras Chave:* consultoras de gestão, internacionalização, *professional services*, *professional services firms*, rácio colaborador por *partner*, rendibilidade, reputação

### **Abstract**

The scope of the present study is to analyze whether reputation, internationalization and number of employees per partner ratio are factors that determine the profitability of management consulting firms in Europe. Therefore, it is possible to better understand how these companies can be more profitable. Hence, an econometric analysis is carried out for the period from 2008 to 2017, of the total sample selected, which is made up of 230 companies from 18 different European nationalities. The measure of profitability used is Return on Equity, measured by the net result on total equity.

The results suggest that a positive reputation of management consultants has a positive effect on their profitability. In addition, there is sufficient statistical evidence to support a non-linear, “U”-shaped, relationship between the degree of internationalization of companies and their profitability. Thus, for companies that are in the initial stage of internationalization, cross-border expansion does not benefit profitability. However, after reaching a higher degree of international expansion, companies begin to benefit from this strategy, by becoming more profitable.

The results of the present study do not show enough statistical evidence for the existence of a positive relationship between the number of employees per partner ratio and Return on Equity.

**Keywords:** management consultants, internationalization, professional services, professional services firms, number of employees per partner ratio, profitability, reputation

## **Agradecimentos**

Ao Orientador Professor Telmo Francisco Vieira, por toda a partilha de conhecimento, disponibilidade e orientação.

À minha família por acreditar sempre nas minhas capacidades.

Ao João por todo o apoio e motivação.

Aos meus amigos pelos bons momentos.

A todos aqueles que me acompanharam ao longo deste percurso de aprendizagem.

## Índice

|  |     |
|--|-----|
| Resumo.....  | i   |
| Abstract.....  | ii  |
| Agradecimentos.....  | iii |
| Lista de Tabelas.....  | v   |
| Lista de Anexos.....   | vi  |
| Lista de Abreviaturas.....                                   | vii |
| 1. Introdução.....   | 1   |
| 2. Revisão de Literatura.....                                | 4   |
| 2.1 Reputação.....   | 4   |
| 2.2 Internacionalização.....                                 | 7   |
| 2.3 Rácio Colaborador por <i>Partner</i> .....               | 12  |
| 2.4 Hipóteses de Estudo.....                                 | 15  |
| 3. Dados e Metodologia.....                                  | 16  |
| 3.1 Caracterização da amostra.....                           | 16  |
| 3.2 Modelo Empírico e Variáveis.....                         | 17  |
| 3.2.1 Modelo Empírico.....                                   | 18  |
| 3.2.2 Variável Dependente.....                               | 18  |
| 3.2.3 Variáveis Explicativas.....                            | 19  |
| 3.2.4 Variáveis de Controlo.....                             | 21  |
| 3.3 Metodologia.....   | 21  |
| 4. Análise dos Resultados.....                               | 23  |
| 4.1 Estatísticas Descritivas.....                            | 23  |
| 4.2 Matriz de Correlação de <i>Pearson</i> .....             | 24  |
| 4.3 Heterocedasticidade, autocorrelação e endogeneidade..... | 25  |
| 4.4 Análise de Resultados.....                               | 26  |
| 4.5 Análise de robustez.....                                 | 30  |
| 5. Discussão e investigação futura.....                      | 31  |
| 5.1 Discussão e conclusão dos resultados obtidos.....        | 31  |
| 5.2 Limitações e investigação futura.....                    | 34  |
| 6. Referências Bibliográficas.....                           | 36  |
| 7. Anexos.....   | 42  |

---

**Lista de Tabelas**

Tabela I – Resultados Obtidos nas Regressões Lineares..... 27

## **Lista de Anexos**

|   |    |
|---|----|
| Anexo 1 – Resultados empíricos de estudos passados e hipóteses de estudo do presente trabalho ..... | 42 |
| Anexo 2 – Distribuição das empresas da amostra por país.....  | 44 |
| Anexo 3 – Mensuração das variáveis em estudo.....   | 45 |
| Anexo 4 – Resumo das variáveis de controlo.....   | 46 |
| Anexo 5 – Estatísticas descritivas das variáveis do modelo.....                                     | 48 |
| Anexo 6 – Matriz de Correlação de <i>Pearson</i> .....  | 49 |
| Anexo 7 – Resultados da análise de Robustez.....  | 50 |



### **Lista de Abreviaturas**

MERCO – *Monitor Empresarial de Reputación Corporativa*

NACE - *Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne*

PSFs – *Professional Services Firms*

ROE – *Return on Equity*

UNESCO - *The United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization*

## 1. Introdução

O sector dos *professional services*<sup>1</sup> inclui os serviços intelectuais dedicados à produção e partilha de conhecimento e informação, como por exemplo consultoria, auditoria, advocacia e relações públicas (Greenwood et al., 2005). Este sector é composto por empresas que vendem um serviço em vez de um produto, ou seja, um bem intangível, cujos profissionais possuem um conhecimento específico e significativo (DeLong & Nanda, 2003). Adicionalmente, este sector económico possui características distintas dos restantes sectores nomeadamente: um elevado grau de *customização* e conhecimento relevante, ou seja, profissionais bastante qualificados (Schemenner 1986, 2004).

Diversos autores mencionam a crescente importância das *professional services firms (PSFs)*<sup>1</sup> nas economias do mundo. Exemplificando, Ahanori (1993) indica que nas últimas duas décadas o emprego nos *professional services* aumentou em grande parte dos países e que os serviços de contabilidade, auditoria, consultoria e advocacia facilitam as transações de negócios. Segundo Wacker et al. (2014) o sector dos *professional services* está a crescer mais rapidamente do que o sector industrial, fazendo com que a gestão destes serviços seja economicamente importante para os países. De facto, segundo o World Bank (2016) o sector dos *professional services* é considerado um dos principais impulsionadores do crescimento das economias avançadas.

Uma das consequências da expansão dos *professional services* é o aumento do interesse, na comunidade académica, pelo estudo dos fatores que influenciam o desempenho financeiro, das empresas que operam neste sector, medido pela rendibilidade. Hofstrand (2009) indica que a rendibilidade é o objetivo principal de todas as atividades de negócio uma vez que sem a mesma a organização não tem um futuro promissor. Desta forma, a compreensão dos fatores que têm um impacto na rendibilidade das empresas deve ser uma das tarefas mais importantes dos gestores.

---

<sup>1</sup> No presente trabalho são utilizados os termos, na língua inglesa, *professional services* e *professional services firms (PSFs)*, uma vez que não existe uma correta tradução, para a língua portuguesa, dos mesmos.

Estudos anteriores analisam o efeito que diferentes variáveis têm na rendibilidade das *PSFs*, e exibem resultados variados. Neste sentido, não existe um consenso global relativamente aos fatores que influenciam a rendibilidade das empresas em estudo. Segundo Nachum (1999), as características específicas deste sector podem limitar a validade da pesquisa efetuada.

Os resultados obtidos por algumas investigações sugerem que uma boa reputação traz benefícios para a rendibilidade das *PSFs* (Deephhouse, 2000; Roberts & Dowling, 2002; Eberl & Schwaiger, 2005; Greenwood et al., 2005; Sánchez & Sotorrío, 2007; Raithel & Schwaiger, 2015). Os autores argumentam que as empresas que beneficiam com a perceção de prestígio por parte dos diferentes *stakeholders* do sector, podem cobrar preços mais elevados e atrair talento mais qualificado, para a empresa. Outros autores dedicaram-se ao estudo do impacto da internacionalização na rendibilidade das *PSFs*, verificando empiricamente resultados distintos: o grau de internacionalização de uma empresa tem uma relação não linear com a rendibilidade (Capar & Kotabe, 2003; Lu & Beamish, 2004; Hitt et al., 2006; Brock et al., 2006; Shin et al., 2017) ou seja, dependendo do nível da expansão internacional da empresa, existe uma relação positiva ou negativa entre esta variável e a rendibilidade; no entanto também é possível verificar suporte empírico para a existência de uma relação linear entre o grau de internacionalização e a rendibilidade (Elango, 2006). Adicionalmente, algumas investigações apresentam resultados relativamente ao impacto da variável medida pelo rácio colaborador por *partner* na rendibilidade das *PSFs* (Hitt et al., 2001; Kor & Leblebici, 2005; Greenwood et al., 2005). Os argumentos base destes autores estão relacionados com as vantagens da partilha de conhecimento entre os profissionais das empresas em estudo e da respetiva estrutura promocional interna.

Considerando como ponto de partida os estudos efetuados pelos autores mencionados no presente trabalho, o objetivo desta investigação é o de analisar as relações que as variáveis reputação, internacionalização e rácio colaborador por *partner* têm com a rendibilidade das consultoras de gestão, que exercem a sua atividade na Europa. Segundo Nachum (1999) as características dos serviços profissionais são observáveis principalmente na atividade da consultoria de

gestão, fazendo com que seja mais desafiante o estudo da rendibilidade destas empresas. Desta forma, foram estudadas 230 consultoras de gestão, num período de 10 anos (2008 a 2017). As hipóteses de estudo foram testadas através da elaboração de modelos empíricos, para os quais foi efetuada uma análise econométrica do impacto das diferentes variáveis explicativas e de controlo das características das empresas, na rendibilidade das consultoras. As variáveis incluídas nos modelos são identificadas, na literatura académica, como sendo determinantes na rendibilidade das *PSFs*. Os principais resultados obtidos nesta investigação revelam que existe evidência estatística suficiente para suportar uma relação linear entre a reputação e a rendibilidade e uma relação não linear, em forma de “U”, entre a internacionalização das consultoras de gestão e a rendibilidade. No entanto, os resultados sugerem que não existe evidência estatística suficiente para suportar que o rácio colaborador por *partner* tem um impacto positivo na rendibilidade.

Uma das motivações para a realização deste trabalho é o facto de existirem poucos estudos empíricos, com uma apresentação de dados estatísticos sobre a rendibilidade das empresas no sector dos *professional services*. Quando a rendibilidade destas empresas é analisada, tendencialmente esta análise é efetuada através de estudos de caso, ou através de uma revisão analítica (Greenwood et al., 2005). Adicionalmente, devido ao facto de ser desafiante encontrar bases de dados com informação das consultoras de gestão e da sua atividade, foram realizadas poucas investigações sobre quais são os fatores que têm uma relação com a rendibilidade destas empresas. De forma semelhante, e em consequência da indisponibilidade de informação, existe uma dificuldade no mundo académico em concluir sobre quais são as melhores medidas para medir as variáveis explicativas mencionadas no presente trabalho.

O presente trabalho apresenta a seguinte estrutura: primeiramente é realizada uma revisão de literatura sobre o tema em análise, que representa o suporte teórico para as hipóteses de estudo a serem testadas; de seguida é apresentada a metodologia adotada, o processo de seleção da amostra, as variáveis e os modelos em estudo; na fase seguinte serão analisados os resultados obtidos, que por sua vez são discutidos no último capítulo, juntamente com a

apresentação das conclusões do estudo e das sugestões para as investigações futuras.

## **2. Revisão da Literatura**

Os autores que aceitaram o desafio de analisar os fatores que têm impacto na rendibilidade das *PSFs*, identificaram relações entre esta e outras variáveis distintas. No entanto, é possível reconhecer que grande parte das amostras utilizadas nos estudos são relativas a apenas um país e são raras as que consideram as empresas que se dedicam a consultoria de gestão, razão pela qual não é possível concluir relativamente aos fatores que tornam uma consultora de gestão mais competitiva e, por sua vez, mais rentável.

Os estudos passados foram fonte de inspiração para a elaboração deste trabalho, uma vez que identificaram variáveis relevantes para o estudo da rendibilidade nos *professional services*. Através das conclusões obtidas nos estudos empíricos anteriores e da disponibilidade de dados, será efetuada uma análise empírica, numa amostra de empresas de consultoria de gestão que operam na Europa, inspirada nas hipóteses de estudo testadas anteriormente.

Nos pontos seguintes, será efetuada uma revisão de literatura que resume os estudos que suportam a adoção, na presente análise empírica, das principais variáveis que afetam a rendibilidade nos *professional services*. Por fim, no último ponto serão apresentadas as hipóteses de estudo deste trabalho.

### **2.1 Reputação**

A reputação de uma empresa é um bem intangível e estes são, cada vez mais, vistos como fontes de vantagens competitivas sustentáveis (Iwu-Egwuonwu, 2010). De facto, a intangibilidade da reputação aumenta a dificuldade de imitação pelos concorrentes (Roberts & Dowling, 2002). Na comunidade académica, existe o consenso de que a reputação é multidimensional, uma vez que reflete as várias perceções que os diferentes *stakeholders* têm da empresa, relativamente a aspetos financeiros e não-financeiros (Gatzert, 2015).

Ao longo dos últimos anos, vários estudos confirmam que existe uma associação positiva entre a reputação e a rendibilidade de uma empresa. De facto, uma boa reputação cria barreiras às empresas rivais, permite que as empresas justifiquem os preços elevados que cobram e atraem talento para incorporar nos seus quadros (Black et al., 1999). Deephouse (2000) através de uma amostra de bancos comerciais do Minnesota analisou empiricamente, no período de 1988 a 1992, a relação entre reputação nos meios de comunicação, definida como a perceção geral dos bancos nos *media*, e a rendibilidade. Através de arquivos dos jornais locais o autor caracterizou o conteúdo dos artigos como sendo favorável, neutro ou desfavorável para a reputação da sua amostra. O estudo deste autor concluiu que se um banco melhorar a sua reputação nos meios de comunicação, a sua rendibilidade aumenta. Os resultados do estudo de Roberts & Dowling (2002) também apresentaram uma relação positiva entre a reputação e uma rendibilidade sustentável, utilizando uma amostra de 300 empresas que constam no *ranking* “*Fortune’s Most Admired Corporations*” por um período de 15 anos, desde 1984 até 1998. Os autores decompuseram a definição de reputação em duas componentes distintas: reputação resultante do desempenho passado da empresa e reputação residual que incorpora outras ações da empresa que afetam diretamente a perceção dos *stakeholders*.

O estudo de Rose & Thomsen (2004) é composto por uma amostra de 62 empresas Dinamarquesas líderes de mercado, que se encontram presentes na bolsa de valores de Copenhaga. Nesta análise empírica, a reputação é medida através de um questionário enviado a gestores de negócio dinamarqueses e os resultados não apresentam uma evidência estatística suficiente para suportar uma associação positiva entre a reputação e a rendibilidade. Os investimentos que uma empresa faz para melhorar a sua reputação nem sempre são rentáveis, o que poderá ser uma explicação para o resultado obtido no estudo. No entanto, os gestores devem ter uma especial atenção em melhorar a reputação da empresa mesmo que não seja uma garantia para o sucesso financeiro (Rose & Thomsen, 2004). A investigação empírica efetuada por Eberl & Schwaiger (2005) teve em conta uma amostra das 30 empresas com maior capitalização de mercado, presentes no índice alemão de ações DAX30 (excluindo os bancos e as

seguradoras, uma vez que não tinham todos os dados disponíveis). Estes autores tiveram em consideração o estudo de Schwaiger (2004) e, em consonância com Roberts & Dowling (2002), repartiram a reputação em duas componentes distintas: uma cognitiva definida pela competência organizacional da empresa e outra afetiva, definida pela simpatia que a pessoa tem pela empresa, sendo que ambas as componentes também eram constituídas pela reputação resultante do desempenho passado da empresa e pela reputação residual (Gatzert, 2015). Através de um questionário telefónico efetuado, aleatoriamente, a 1 021 alemães, os autores conseguiram recolher os dados relativos à medida agregada da reputação das empresas em estudo. Os resultados concluíram que a componente cognitiva da reputação tem uma relação positiva na rendibilidade das empresas, enquanto que a componente afetiva tem uma relação negativa (Eberl & Schwaiger, 2005). Os autores argumentaram que avaliações positivas da componente afetiva levam a perceções de fraqueza, induzindo um efeito negativo na reputação da empresa.

A investigação realizada por Greenwood et al. (2005) contribui para o tema em estudo através de uma análise mais complexa, testando empiricamente, para o período de 1991 a 2000, a ligação de três variáveis explicativas distintas, sendo uma delas a reputação, com a rendibilidade de empresas do sector dos *professional services*. Dando continuidade ao estudo de Deephouse (2000) a reputação também foi medida através de dados retirados nos conteúdos dos meios de comunicação. Através de uma amostra constituída pelas 100 maiores empresas de auditoria americanas, os autores obtiveram evidência estatística suficiente para concluir que a reputação das empresas tem um impacto significativo na rendibilidade, uma vez que uma boa reputação é um sinal dirigido aos clientes que experienciam incerteza derivada pela assimetria da informação, presente neste sector (Greenwood et al., 2005).

Sánchez & Sotorrío (2007) estudaram empiricamente a relação entre a reputação, medida através da responsabilidade social das empresas utilizando o índice espanhol MERCO, e a rendibilidade, utilizando uma amostra constituída pelas 88 empresas mais conceituadas do mesmo índice, durante o ano de 2004. Os resultados indicam que a reputação tem um impacto positivo na rendibilidade

das empresas, apesar de não ser linear, esta relação é caracterizada por retornos decrescentes em escala (Sánchez & Sotorrío, 2007). A investigação de Raithel & Schwaiger (2015) também consistiu numa análise empírica de uma amostra constituída pelas 30 empresas com maior capitalização de mercado, presentes no índice alemão de ações DAX30. Adicionalmente, a definição de reputação foi a mesma utilizada por Eberl & Schwaiger (2005) e também foi medida através de chamadas telefónicas efetuadas, aleatoriamente, ao público geral entre o ano de 2005 até 2011. Os resultados representam que uma reputação vista pelo público geral tem uma relação positiva com a rendibilidade de uma empresa (Raithel & Schwaiger, 2015).

Considerando as investigações mencionadas, é possível concluir que os estudos empíricos realizados apresentam resultados diversos relativamente à relação entre a reputação e a rendibilidade de uma empresa. Adicionalmente, verifica-se discordância para a definição de reputação e medição da mesma, sendo que poderá ser uma das razões para a diversificação de resultados apresentados. Os rankings e questionários, como por exemplo o “*Fortune Most Admired Corporations*”, têm sido alvo de críticas pela comunidade académica, no entanto, são utilizados em grande parte dos trabalhos empíricos como uma medida de reputação (Wartick, 2002).

## 2.2 Internacionalização

Historicamente, os serviços que requeriam conhecimento local muito forte, eram encontrados na mesma região não havendo necessidade de as *PSFs* serem grandes e multinacionais. No entanto, devido aos avanços tecnológicos e à desregulamentação muitas destas empresas transformaram-se em organizações globais (Brock & Alon, 2009). Adicionalmente, a internacionalização dos *professional services* compreendida entre os anos de 1960 e 1980 deveu-se essencialmente à relação empresa-cliente, uma vez que as grandes empresas, como resposta à internacionalização dos seus clientes industriais, começaram a exercer a sua atividade no estrangeiro (Noyelle & Dutka, 1988). As grandes empresas dos *professional services* beneficiam de uma maior capacidade de se



tornarem globais, uma vez que conseguem obter economias de escala e acumular os recursos específicos essenciais para a sua atividade, tais como o conhecimento e a experiência (Alon & McKee, 1999).

Investigações anteriores, que estudam a internacionalização das organizações, indicam que não existe um consenso sobre o efeito que a expansão para outros países tem na rendibilidade das empresas, sendo que são poucas as análises empíricas efetuadas no âmbito dos serviços com conhecimento intensivo (Brock & Alon, 2009). Esta observação também é partilhada por outros autores que afirmam que apesar de existirem numerosos estudos que relacionem a estratégia internacional de uma empresa com a sua rendibilidade, esta associação apenas se aplica a empresas de indústria, sendo que a relação de ambas as variáveis é diferente quando se tem em conta empresas do sector de serviços (Capar & Kotabe, 2003).

Com o objetivo de suportar este argumento os autores realizaram um estudo empírico, usando uma amostra de 81 grandes empresas alemãs do sector dos serviços retiradas da lista “*The Largets 500 German Companies*”, para testar a hipótese de que existe uma relação curvilínea entre a multinacionalidade e a rendibilidade das *PSFs* (Capar & Kotabe, 2003). Neste estudo, a diversificação internacional foi definida como sendo uma expansão além-fronteira do país onde a empresa se encontra sediada e foi medida através do rácio de vendas no estrangeiro, sobre o número total de vendas. Os resultados apresentam evidência estatística suficiente para suportar uma associação em forma de “U”, ou seja, com o aumento da internacionalização a rendibilidade diminui até um certo ponto, devido às deseconomias de escala associadas ao investimento inicial da expansão (Katrishen & Scordis, 1998). O estudo de Patterson & Cicic (1995) defende que as empresas que oferecem serviços têm que investir mais na adaptação ao país estrangeiro devido a diferenças linguísticas/culturais, à característica intangível do próprio serviço e ao elevado grau de contacto com o cliente. No entanto, em maiores níveis de diversificação internacional a rendibilidade começa a aumentar, devido aos benefícios das economias de gama que são obtidos, nomeadamente a partir da partilha do conhecimento e experiência que são gerados a nível mundial, resultando num aumento da qualidade do serviço

---

(Capar & Kotabe, 2003).

A primeira hipótese de estudo do trabalho realizado por Lu & Beamish (2004) consiste na existência de uma ligação não linear entre a diversificação internacional e a rentabilidade, existindo uma relação em forma de “S” horizontal: negativa para baixos e altos níveis de internacionalização, e uma relação positiva para níveis médios (Lu & Beamish, 2004). Através de uma amostra de 1 489 empresas japonesas de serviços, classificados como serviços de conhecimento intensivo (Abdelzaher, 2012), analisadas durante um período de 12 anos, os autores obtiveram evidência estatística suficiente para suportar a hipótese de estudo. Os custos e benefícios de uma empresa variam ao longo do processo de internacionalização, sendo que é expectável que os benefícios aumentem à medida que a empresa se estabelece em mercados estrangeiros até que o efeito dos mesmos na rentabilidade seja cada vez menor. Relativamente aos custos, os autores consideraram três tipos: custos diretos com o estabelecimento de uma subsidiária num mercado novo, custos de experiência e de novidade e custos relativos à coordenação da empresa a um nível internacional (Lu & Beamish, 2004). O peso dos dois primeiros atenua à medida que mais subsidiárias se estabelecem, permitindo que a empresa ganhe conhecimento e experiência resultando numa maior facilidade em se estabelecer no estrangeiro. No entanto os custos de coordenação tendem a aumentar uma vez que a complexidade organizacional da empresa aumenta (Lu & Beamish, 2004). Este argumento também é suportado por Tallman & Li (1996) que indicam que quanto maior for a diversificação internacional, mais complexa será a estrutura de operações e consequentemente maiores serão os custos da atividade da empresa.

O estudo de Hitt et al. (2006) utilizou uma amostra de 72 escritórios de advocacia, cuja sede é nos Estados Unidos da América, para analisar a internacionalização das *PSFs*, sendo que uma das hipóteses de estudo é que existe uma relação positiva entre a internacionalização e a rentabilidade de uma empresa. A amostra deste estudo foi retirada da lista “*100 Largest U.S Law Firms*”, que considera como medida de grandeza o número total de vendas, e foi analisada durante o período de 1992 a 1999 (Hitt et al., 2006). O grau de

internacionalização foi medido utilizando o número de escritórios existentes no estrangeiro e o número de advogados presentes em cada escritório. Os autores obtiveram evidência estatística suficiente para suportar a hipótese de estudo, identificando a existência de uma relação curvilínea em forma de “U” invertido, que por sua vez contrasta com a análise de Capar & Kotabe (2003). Os autores argumentam que os investimentos iniciais da empresa estimulam a rendibilidade da mesma, até ao ponto em que a complexidade da estrutura organizacional se torna difícil de gerir, consumindo grande parte dos recursos da empresa, pelo que quanto maior for o grau de internacionalização menor será a rendibilidade (Hitt et al., 1997). Desta forma é possível concluir que os resultados deste estudo estão de acordo com os resultados apresentados por Lu & Beamish (2004).

No entanto, utilizando uma amostra de 326 empresas de serviços, Elango (2006) não obteve evidência estatística suficiente para suportar a existência de uma relação curvilínea em forma de “U” invertido, sendo que a sua análise apresentou resultados para uma relação linear positiva entre a internacionalização e a rendibilidade. Elango (2006) argumenta que uma possível explicação para os resultados que o seu estudo apresentou consiste no facto da sua amostra ser retirada de uma lista de empresas que operam em mercados emergentes, enquanto que os autores anteriores, utilizaram amostras constituídas apenas por grandes empresas. Desta forma, as empresas utilizadas neste estudo empírico podem ainda não ter um grau de internacionalização suficiente que lhes permitam obter uma diminuição da rendibilidade (Elango, 2006).

Os resultados apresentados pela investigação empírica de Brock et al. (2006) sustentam a hipótese de Hitt et al. (2006), utilizando uma amostra de 76 grandes firmas de advocacia americanas e 13 inglesas retiradas das tabelas providenciadas pela “*The American Lawyer*” e pela “*Legal Business 100*”. O grau de internacionalização deste estudo teve duas medidas distintas, mas com resultados idênticos: percentagem de advogados no estrangeiro e número de países em que as firmas operam (Brock et al., 2006). Adicionalmente, os autores identificaram que a relação em estudo é diferente entre o contexto americano e europeu, uma vez que o estudo suporta a existência de um efeito moderador

resultante no país de origem da empresa, explicando assim os resultados divergentes obtidos por Capar & Kotabe (2003) e por Hitt et al. (2006). De facto, a teoria da relação em forma de “U” invertido tem origem numa perspetiva americana, uma vez que antes das empresas americanas se internacionalizarem, estabelecem uma estrutura forte na América do Norte, posteriormente respondem às necessidades dos seus clientes no estrangeiro, pelo que o estabelecimento da sua atividade no estrangeiro é facilitado pela familiaridade com os clientes e áreas de negócio (Rose, 1998), permitindo uma maior rendibilidade. Contudo, a Europa não beneficia de uma estrutura governamental e comercial uniforme dificultando a possibilidade de estabelecer uma rede sólida de empresas nos vários países, pelo que no processo inicial de internacionalização, as empresas têm que investir na adaptação a uma nova língua, cultura e sistemas legais diferentes (Flood, 1999). Adicionalmente, à medida que a diversificação internacional é maior, as empresas europeias beneficiam da acumulação de experiência, reputação, e de capacidades de gestão e organização, uma vez que o contexto europeu cria oportunidades para entrar em diversos mercados estrangeiros com investimentos adicionais menores (Brock et al., 2006).

Por fim, a investigação empírica efetuada por Shin et al. (2017) apresenta resultados que comprovam a existência de uma relação em forma de “U” invertido entre a internacionalização e a rendibilidade. Através da análise de uma amostra de 1 082 microempresas de serviços espanholas, durante um período de 8 anos, os autores demonstraram que em estádios iniciais de internacionalização, os benefícios deste processo são superiores aos custos (Shin et al., 2017). No entanto, à medida que a empresa entra em mercados diferentes e aumenta a complexidade da sua estrutura, os custos das atividades no estrangeiro aumentam até a um ponto em que são superiores aos retornos, por sua vez é em consequência disso que as operações internacionais das empresas esgotam os seus recursos e as capacidades de gestão e organização (Geringer et al., 1989). Adicionalmente, este estudo diverge com os resultados apresentados por Brock et al. (2006) e por Elango (2006).

De forma semelhante à conclusão da revisão de literatura respeitante à variável reputação, é possível concluir que não existe um consenso na comunidade académica relativamente ao efeito que a internacionalização tem na rendibilidade das *PSFs*. Desta forma, é interessante dar continuidade a estas investigações de forma a poder concluir se os resultados obtidos nas mesmas se aplicam a outras empresas deste sector, tais como as consultoras de gestão.

### 2.3 Rácio Colaborador por *Partner*

Na literatura académica é possível identificar como um dos principais ativos das *PSFs*, a força de trabalho altamente qualificada que oferece um serviço intangível, codificado por um conhecimento bastante complexo (Greenwood et al., 2005). O estudo de Hitt et al. (2001) também reconhece a importância do capital humano, definindo este ativo como o recurso mais importante das referidas. Consequentemente, as *PSFs* estão dependentes da mobilidade dos seus ativos humanos, pelo que a sua estrutura organizacional é única, comparando com as restantes empresas do sector dos serviços e do sector industrial. Assim, uma elevada rotatividade pode ter impactos negativos na rendibilidade da empresa, uma vez que resulta na perda de capacidades de *customização* do serviço e na perda de clientes, cuja principal relação era com o profissional que saiu (Levinthal & Fichman, 1988). De facto, são os profissionais que criam e transferem o conhecimento, e uma vez que são ativos móveis, a sua retenção na empresa é essencial (Greenwood et al., 2005). Apesar da rotatividade da força de trabalho aumentar as capacidades de aprendizagem de uma empresa, e diversificar o conhecimento (Starbuck, 1992), permitindo oferecer serviços que satisfaçam as necessidades correntes dos clientes, a capacidade de reter profissionais seniores é crítica para a rendibilidade.

Uma das estruturas organizacionais mais rentáveis para as *PSFs* são as *partnerships* (sociedades) onde um grupo de profissionais (os *partners*) assume a responsabilidade governativa e divide os lucros da empresa (Greenwood & Empson, 2003). Esta estrutura organizacional pode aumentar a motivação dos profissionais, uma vez que a rede promocional da empresa incentiva a

competição para obter a posição de sócio (Gilson & Mnookin, 1989). Em contraste, o estudo de Kor & Leblebici (2005) argumenta que uma maior competitividade entre os profissionais para se tornarem *partners* compromete a sua capacidade de trabalho em equipa. Apenas uma pequena percentagem dos profissionais é promovida a *partner*, pelo que a percentagem remanescente acaba por sair da empresa (Morris & Pinnington, 1998). Os resultados do estudo de Greenhaus et al. (1997), que utilizaram uma amostra de 1 000 profissionais que trabalham em empresas de auditoria americanas, concluem que os profissionais que não aspiram à promoção a *partner*, tendem a sair da empresa. As estruturas organizacionais das *PSFs* alimentam-se de um sistema de motivação dos colaboradores, que por sua vez estão associados a um maior esforço por parte dos mesmos, e consequentemente a uma maior produtividade (Gilson & Mnookin, 1989). As oportunidades para se chegar à posição de *partner* variam de empresa para empresa, dependendo do rácio de alavancagem, ou seja, o mecanismo de promoções que a empresa adota, medido pelo número médio de colaboradores por *partner*, indicando qual a probabilidade de obter o cargo mais prestigiado da empresa (Greenwood et al., 2005). Quanto maior for este rácio menor será a possibilidade de promoção, mantendo tudo o resto igual.

No entanto, alguns autores também identificam benefícios na alavancagem, nomeadamente relacionados com a interação entre os *partners* e os restantes trabalhadores e a consequente partilha de conhecimento. Segundo Kor & Leblebici (2005) quando os *partners* delegam tarefas aos profissionais menos experientes, aumentam a interação com estes e transmitem parte do seu conhecimento, permitindo que consigam aceitar mais projetos de clientes, aumentando assim o leque de serviços da empresa. Adicionalmente, o trabalho de Sherer & Lee (2002) argumenta que se o *partner* tiver um apoio de dois profissionais em vez de um, terá margem para trabalhar em mais casos, contribuindo para uma maior receita para a empresa.

O estudo de Hitt et al. (2001) apresentou resultados para a existência de uma relação positiva entre a alavancagem e a rentabilidade, numa amostra de 93 escritórios de advocacia, retirados da lista “*100 Largest Law Firms*” nos EUA, estudada no período de 1987 a 1991. Os autores consideram que os *partners* das

empresas são quem detém grande parte do conhecimento, pelo que uma das suas responsabilidades, é facilitar a transmissão deste conhecimento aos restantes profissionais e incentivar a aquisição de conhecimento tácito (Hitt et al., 2001), ou seja, conhecimento que apenas é adquirido através da prática e experiência dos profissionais (Grant, 1996). Ambos os processos de aquisição de conhecimento são complexos, requerendo maior interação entre sócios e não-sócios e mais experiência (Lane & Lubatkin, 1998). O processo de alavancagem intensifica a relação que os profissionais têm com os clientes, aumentando a *customização* dos serviços oferecidos e a eficiência, uma vez que com o conhecimento dos *partners* os profissionais podem elaborar tarefas mais complexas, mantendo a qualidade do serviço (Hitt et al., 2001), razões pelas quais o grau de alavancagem permite à empresa criar valor e obter uma maior rendibilidade. No entanto, quando existe um grande número de profissionais por *partner* o processo de transferência de conhecimento pode abrandar (Hitt et al., 2001). Neste estudo, a alavancagem foi medida através do número médio de associados por *partner*, tendo em conta que o efeito da alavancagem na rendibilidade da empresa, apesar de ser positivo, diminuí marginalmente. À medida que o número de profissionais por *partner* aumenta, a coordenação e gestão de capital humano torna-se mais complexa (Kor & Leblebici, 2005), consequentemente a qualidade do trabalho pode ficar comprometida, porque os *partners* têm menos tempo para partilhar o seu conhecimento.

Os resultados do estudo de Kor & Leblebici (2005) também suportam a hipótese de estudo de que a alavancagem está positivamente relacionada com a rendibilidade das *PSFs*, tendo obtido uma relação linear. A amostra é constituída por 105 grandes escritórios de advocacia americanos e observada para os anos de 1995, 1997 e 1999. Os autores argumentam que apesar da análise empírica apresentar uma relação positiva, a níveis muito elevados de alavancagem podem ocorrer efeitos negativos nomeadamente uma desmotivação dos profissionais e falta de tempo dos *partners* para partilharem e criarem conhecimento, induzindo também uma falta de interesse pela empresa, por parte de potenciais candidatos com talento (Kor & Leblebici, 2005).

Uma das hipóteses de estudo da análise empírica de Greenwood et al. (2005) é a existência de uma relação em forma de “U” entre o rácio de alavancagem promocional, medido pelo número médio de profissionais (sócios e não-sócios) por sócio, e a rendibilidade da empresa. Os autores definiram a variável alavancagem promocional, como sendo equivalente à probabilidade de obtenção do cargo de *partner* dentro da empresa, refletindo o efeito da motivação dos profissionais na rendibilidade (Greenwood et al., 2005). Assim, para um maior nível de alavancagem a probabilidade dos profissionais se tornarem *partners* é menor, aumentando a sua desmotivação. Os resultados apresentam evidência estatística suficiente para suportar a hipótese. Com o aumento do nível de alavancagem a rendibilidade diminui, devido à existência de poucas oportunidades para os profissionais serem *partners*. No entanto, a partir de um certo ponto, a importância do estatuto de *partner* desaparece sendo substituída pelos benefícios da transferência de conhecimento dos *partners* para os restantes profissionais (Greenwood et al., 2005), resultado que vai ao encontro do estudo de Hitt et al. (2001). Segundo Fey et al. (2000) quando os trabalhadores possuem mais capacidades e conhecimento, tendem a ajudar a empresa a ter um bom desempenho, explicando assim o declive positivo obtido no estudo de Greenwood et al. (2005).

## 2.4 Hipóteses de Estudo

A revisão de literatura apresentada foi a base de inspiração para a elaboração das seguintes hipóteses de estudo:

**H1:** Uma boa reputação das consultoras de gestão tem um efeito positivo na rendibilidade

A análise desta hipótese de estudo irá permitir verificar se os resultados obtidos nos estudos empíricos passados se aplicam às consultoras de gestão que operam na Europa. Adicionalmente, apresenta uma oportunidade para aprofundar o tema da definição de reputação destas empresas e da sua relevância para uma atividade sustentável no longo prazo. Por fim, esta análise poderá



alertar para a ausência de estudos e de bases de dados, que permitam medir e estudar os ativos intangíveis das *PSFs*.

**H2:** A diversificação internacional tem uma relação em forma de “U” com a rendibilidade das consultoras de gestão

A elaboração desta hipótese tem por base o estudo efetuado pelos autores Capar & Kotabe (2003), Lu & Beamish (2004) e Brock et al. (2006). Estes estudos apenas tiveram em conta escritórios de advogados, pelo que é interessante verificar se os resultados obtidos também se observam em outro tipo de empresas do sector dos *professional services*. Adicionalmente, uma vez que se pretende analisar consultoras de gestão que operam na Europa, é expectável que a amostra seja constituída maioritariamente por consultoras europeias. Neste sentido, a hipótese de estudo pretende representar os resultados obtidos por Brock et al. (2006).

**H3:** A alavancagem, número de profissionais por *partner*, nas consultoras de gestão tem um efeito positivo na rendibilidade

Os resultados apresentados pelos estudos mostraram ser concordantes para elevados níveis de alavancagem. Assim, esta análise tem como objetivo identificar se existe, ou não, um comportamento semelhante entre estas variáveis para o contexto de consultoras de gestão, analisado num período temporal mais recente.

No Anexo 1 é apresentado um resumo das investigações que analisaram o comportamento das variáveis explicativas, os resultados obtidos pelos diversos autores e as hipóteses de estudo do presente trabalho.

### 3. Dados e Metodologia

#### 3.1 Caracterização da amostra

Com o objetivo de testar as hipóteses de estudo no contexto das consultoras de gestão com atividade na europa, foi consultada e recolhida, durante o mês de agosto de 2018, uma amostra através da base de dados Amadeus do *Bureau van Dijk*. Os dados que constituem a amostra do presente estudo compreendem um período de 10 anos de observações, entre 2008 e 2017.

O primeiro critério de seleção dos dados da amostra foi a seleção do setor de atividade em análise, utilizando a nomenclatura de classificação estatística das atividades económicas da comunidade europeia, designada por *NACE Rev.2*, com quatro dígitos: *7022 – Business and other management consultancy activities*. O segundo critério utilizado consiste na seleção de empresas-mãe, ou seja, empresas que controlam pelo menos 51% dos direitos de voto de subsidiárias estrangeiras. Por fim, apenas foram consideradas para a amostra, empresas cuja atividade principal consiste no sector dos serviços. Adicionalmente, as consultoras que não apresentam dados para as variáveis *Return on Equity (ROE)*, reputação, internacionalização e rácio colaborador por *partner*, foram excluídas da amostra, uma vez que estas variáveis são cruciais para estudar as relações apresentadas pelo presente trabalho. Após uma breve análise das estatísticas descritivas da amostra obtida, foi possível verificar, através do elevado desvio-padrão da variável *ROE*, que existem *outliers* na amostra. Com o objetivo de eliminar estes *outliers*, foram retiradas da amostra as observações que apresentam um valor superior/inferior à média do *ROE* equivalente a duas vezes o respetivo desvio-padrão, sendo que esta é uma das abordagens mais utilizadas na comunidade académica (Cousineau & Chartier, 2010).

Assim, a amostra final é composta por 230 empresas, pertencentes a 18 países da Europa, com 2 217 observações. No Anexo 2 é apresentada a distribuição da amostra pelos vários países, sendo possível identificar que a Bélgica e a Suécia são os países que se destacam, representando cada um 30,87% do total das empresas na amostra.

### 3.2 Modelo Empírico e Variáveis

Através do desenvolvimento de modelos empíricos correspondentes a regressões lineares múltiplas, é possível testar as hipóteses de estudo e analisar a natureza da ligação das variáveis reputação, internacionalização e o rácio colaborador por *partner* com a rendibilidade das consultoras de gestão. Assim, é

possível verificar se, na amostra em estudo, as variáveis explicativas têm um impacto no desempenho económico das empresas.

### 3.2.1 Modelo Empírico

A variável explicada é a medida de rendibilidade *ROE* e as variáveis explicativas são a reputação, o grau de internacionalização e o rácio colaborador por *partner* das consultoras. As variáveis de controlo são constituídas pela dimensão (medida pelo número de colaboradores), idade (medida pelo número de anos de atividade da empresa), liquidez (medida pelo rácio entre o ativo corrente e o passivo corrente) e alavancagem financeira das empresas (medida pelo rácio entre o passivo total e o ativo total). Adicionalmente, foi criada uma variável *dummy* que permite controlar para as diferenças intrínsecas dos países onde as consultoras operam, dividindo entre Europa Ocidental e restante Europa.

Assim, o modelo principal deste estudo é o seguinte:

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Reputation_{i,t} + \beta_2 Inter_{i,t} + \beta_3 Inter^2_{i,t} + \beta_4 EmployeeLev_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Leverage_{i,t} + \beta_8 Liquidity_{i,t} + \beta_9 Eocidental_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Os dados utilizados no presente estudo têm uma estrutura de *panel data*, ou seja, para cada consultora *i* é analisada informação ao longo de dez anos, compreendidos entre 2008 e 2017, pelo que *t* representa o ano da observação.

O Anexo 3 sintetiza a mensuração das variáveis utilizadas no modelo.

### 3.2.2 Variável Dependente

O âmbito do presente estudo é analisar o impacto que três variáveis têm na rendibilidade das consultoras de gestão. Segundo Løwendahl & Fosstenløkken (2001) os *partners* beneficiam tanto com o retorno financeiro como com o desenvolvimento do seu conhecimento, sendo que o efeito da retenção de novo conhecimento pode ser representado através do valor dos resultados da empresa. Assim, foi utilizada como medida de rendibilidade o  $ROE_{i,t}$ , uma medida na ótica

dos detentores de capital das empresas, útil para comparar empresas do mesmo sector de atividade. Desta forma, a variável dependente é medida através do rácio entre o resultado líquido, no ano  $t$ , e o capital próprio, no ano  $t$ , indicando a eficiência de remuneração dos capitais investidos pelos sócios das empresas.

### 3.2.3 Variáveis Explicativas

A primeira variável explicativa é a *Reputation<sub>i,t</sub>*, que representa um ativo intangível das empresas, consistindo na imagem e no *status* que a empresa tem junto dos diferentes *stakeholders* da indústria (clientes, fornecedores, concorrentes, potenciais e correntes colaboradores). O desafio de medir esta variável é uma consequência da sua natureza intangível, no entanto, na literatura académica é possível identificar diferentes métodos de medição, nomeadamente *rankings*, como por exemplo o “*Fortune’s Most Admired Corporations*” (Roberts & Dowling, 2002) e o *ranking* de prestígio publicado pelo *website Vault.com* (Bidwell et al., 2015). Adicionalmente, alguns autores efetuaram questionários aos diferentes *stakeholders* (Rose & Thomsen, 2004; Gatzert, 2015; Raithel & Schwaiger, 2015) com o objetivo de medir a perceção que os mesmos têm das empresas em estudo, enquanto que outros recorreram a notícias e artigos das empresas, nos diversos meios de comunicação (Deephhouse, 2000; Greenwood et al., 2005). Considerando a disponibilidade de dados para a amostra em estudo, foi utilizado o *ranking* publicado, desde 2011, pelo *website Vault.com* “*Most Prestigious Consulting Firms in Europe*”. A elaboração deste *ranking* consiste no envio de questionários a vários profissionais da indústria, pedindo que estes avaliem o prestígio das empresas (excluindo a empresa onde trabalham) numa escala de 1 a 10, sendo que este último indica a empresa com maior prestígio. Após a recolha dos resultados, são calculadas as médias das pontuações para cada empresa (Vault, 2018). A vantagem da utilização deste *ranking* é a medição da reputação através das perceções de vários consultores em relação às empresas, e não através do desempenho financeiro ou dimensão da consultora, representando assim uma combinação de fatores sociais e económicos (Bidwell et al., 2015).

Neste estudo é utilizada uma variável *dummy* que define o prestígio de uma empresa, assumindo o valor de “1” se a empresa for considerada uma das melhores consultoras da Europa, ou o valor “0” caso a empresa não seja considerada no *ranking*. Ao analisar o *ranking* para o período de 2011 a 2017 é possível concluir que o prestígio das consultoras persiste ao longo dos anos. Exemplificando, das 10 empresas com maior prestígio em 2011, 9 continuavam no *top 10* em 2017. Devido a esta persistência, é atribuído o valor de 1, para todo o período em análise neste estudo, a todas as empresas que foram consideradas em pelo menos um ano no *ranking*. A abordagem adotada soluciona a ausência de dados, para medir a reputação, para certos anos.

A medição da segunda variável explicativa,  $Inter_{i,t}$ , grau de internacionalização das consultoras, tem por base a metodologia utilizada por Lu & Beamish (2004) e Shin et al. (2017), recorrendo a duas componentes distintas: a primeira consiste no rácio entre o número de subsidiárias estrangeiras que uma empresa tem e o maior número de subsidiárias estrangeiras na amostra e a segunda consiste no rácio entre o número de países estrangeiros em que a empresa opera e o maior desse número da amostra. O aumento da internacionalização pode resultar num maior investimento nos países estrangeiros em que a consultora já tem presença, ou numa maior expansão para novos países, pelo que o primeiro rácio permite medir o montante de recursos que a empresa investiu em países estrangeiros, e o segundo identifica a extensão da internacionalização (Shin et al., 2017). De seguida, os autores calcularam a média entre ambos os rácios, obtendo assim valores entre “0” e “1”, em que o valor “1” representa o maior nível de internacionalização (Lu & Beamish, 2004), resultando assim, numa medida composta pelo grau relativo de internacionalização na amostra em estudo.

Uma vez que o presente estudo pretende testar a hipótese da existência de uma relação não linear entre a variável  $Inter_{i,t}$  e a rendibilidade da empresa, na hipótese H2, é introduzido no modelo o termo quadrático desta variável.

Uma das limitações da plataforma Amadeus é apresentar os dados utilizados para medir esta variável apenas para o último ano disponível, sendo este maioritariamente o ano de 2017. Com o objetivo de atenuar o impacto desta

ausência de dados no modelo do presente estudo, foram considerados os valores apresentados para todos os anos em análise, pelo que o modelo empírico do presente trabalho é construído sob o pressuposto da persistência do grau de internacionalização, ao longo do período em estudo.

Por fim, a terceira variável explicativa,  $EmployeeLev_{i,t}$ , alavancagem do número de profissionais por *partner*, é medida através do rácio entre o número de profissionais da empresa e o número de *partners*<sup>2</sup> (Hitt et al., 2001; Kor & Leblebici, 2005; Greenwood et al., 2005). Este rácio indica o número médio de profissionais por cada *partner* da empresa e foi transformado num número logarítmico (Hitt et al., 2001), cuja explicação se apresenta no Anexo 3.

A limitação da base de dados identificada para a variável  $Inter_{i,t}$ , também se observa para o número de *partners* da variável  $EmployeeLev_{i,t}$ , pelo que no modelo do presente estudo foram considerados os mesmos pressupostos de persistência ao longo do período em estudo, para ambas as variáveis.

### 3.2.4 Variáveis de Controlo

No Anexo 4 é apresentado um resumo das variáveis que inclui a definição, a referência de estudos académicos anteriores que também consideraram a variável e a respetiva expectativa do sinal com a variável dependente, a rentabilidade.

## 3.3 Metodologia

Uma vez que os dados do modelo têm um formato de *panel data*, é necessário ter em consideração alguns problemas econométricos específicos que podem violar os pressupostos de *Gauss – Markov*, nomeadamente: a heterocedasticidade, autocorrelação e endogeneidade. A presença de heterocedasticidade permite que um estimador seja não-enviesado e consistente, não alterando a interpretação do  $R^2$  (Wooldridge, 2015). No entanto, os

---

<sup>2</sup> A base de dados utilizada no presente estudo categoriza os *partners* das empresas como *directors*. Através da rede social *LinkedIn*, é possível validar que a correta categorização dos profissionais é *partner*.

estimadores das variâncias tornam-se enviesados, fazendo com que as estatísticas teste utilizadas para testar as hipóteses em estudo, sob os pressupostos de *Gauss – Markov*, não sejam válidas (Wooldridge, 2015). Assim, é efetuado o teste *Breusch-Pagan* para que seja possível observar a presença ou ausência de heterocedasticidade e, se aplicável, proceder à respetiva correção. Adicionalmente, é efetuado o teste de *Wooldridge* para a autocorrelação no modelo, que permite verificar se os erros do modelo são correlacionados ao longo do tempo. De forma semelhante à heterocedasticidade, a presença de autocorrelação afeta a validade das estatísticas teste.

Os fatores não observados podem afetar a variável dependente ao longo do período em estudo, pelo que é necessário controlar para o problema econométrico da endogeneidade. No contexto de *panel data* existem dois métodos, entre outros, de regressão distintos na presença de endogeneidade, nomeadamente o modelo de *fixed-effects* e o modelo de *random-effects*. O primeiro é adequado quando os fatores não observados são constantes, ou variam a uma taxa constante, ao longo do tempo. Por outro lado, o modelo de *random-effects* é apropriado quando os fatores não observados variam e não são constantes ao longo do tempo (Hausman, 1978). Caso o comportamento temporal das variáveis seja dúvida, é efetuado o teste *Hausman*, que avalia a correlação entre os erros estimados e os regressores do modelo, avaliando assim qual o método mais adequado (Hausman, 1978) para controlar a endogeneidade.

Adicionalmente, é efetuada uma análise para avaliar a presença de multicolinearidade no modelo, ou seja, uma grande (mas não perfeita) correlação entre duas variáveis independentes (Wooldridge, 2015). Apesar deste problema não violar nenhum dos pressupostos de *Gauss – Markov*, pode resultar em grandes variâncias dos estimadores. Através da Matriz de Correlação de *Pearson* é possível verificar a severidade da multicolinearidade, apesar de não existir um consenso do valor a partir do qual a correlação entre duas variáveis é demasiada elevada (Wooldridge, 2015).

A primeira regressão estimada tem como objetivo verificar se as variáveis de controlo são estatisticamente significativas. Posteriormente, são efetuadas

regressões utilizando apenas uma das variáveis explicativas, de modo a observar se os resultados do modelo vão ao encontro das abordagens utilizadas pelos diferentes autores. Por fim, é estimada a regressão principal que incorpora as três variáveis explicativas, mencionadas anteriormente, permitindo assim verificar qual a dinâmica da interação entre as três variáveis, e se o seu impacto na variável dependente é estatisticamente significativo.

Com o objetivo de efetuar análise de robustez, as consultoras da Bélgica e da Suécia, países com maior representação na amostra, foram retiradas, permitindo verificar se existe alguma alteração significativa aos resultados observados pelos modelos anteriores.

O software estatístico utilizado para o tratamento e análise estatística dos dados do modelo foi o *STATA*, versão 14.1.

## **4. Análise dos Resultados**

### **4.1 Estatísticas Descritivas**

O Anexo 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis que integram os modelos do presente estudo, para o total da amostra.

A medida de rendibilidade *ROE* apresenta uma média de 14,04% e um desvio padrão de 22,26%, indicando que existe uma discrepância elevada dos valores desta variável na amostra. A variável *Reputation* é uma variável *dummy*, assumindo apenas valores de “0” ou “1”. Na amostra, 98,51% das observações são relativas a empresas que não constam no *ranking “Most Prestigious Consulting Firms in Europe”* durante o período em análise, pelo que 1,49% das observações pertencem às empresas referidas no mesmo ranking, pelo que é possível concluir que a amostra do presente estudo é desequilibrada (*unbalanced*). A média da variável *Inter* é de 0,057, refletindo que grande parte das consultoras da amostra, 69,13%, tem um número limitado de subsidiárias, mais especificamente entre 1 a 5 subsidiárias. Adicionalmente, as empresas da amostra têm em média 2,04 subsidiárias estrangeiras por país. Cerca de 90% das empresas da amostra do estudo de Shin et al. (2017) possuem entre 1 a 3 subsidiárias estrangeiras, no



entanto, a média de subsidiárias estrangeiras por país é inferior, sendo de aproximadamente 1,2 subsidiárias. Uma vez que os dados da variável *EmployeeLev* apresentavam uma distribuição dispersa, foram sujeitos a uma transformação logarítmica, conforme indicado no Anexo 3, com o objetivo de atenuar a dispersão. Desta forma, as estatísticas descritivas apresentadas no Anexo 5 são relativas aos dados após a respetiva transformação. Os dados originais desta variável apresentam uma média de 54,27 colaboradores por *partner*. Relativamente aos estudos empíricos anteriores, estes apresentam uma média para esta variável bastante inferior, exemplificando, de 2,24 *associates* por *partner* (Kor & Leblebici, 2005).

Por fim, as consultoras são empresas bem estabelecidas no mercado, tendo iniciado atividade, em média, há aproximadamente 21 anos, sendo que a maior antiguidade registada na amostra é de 112 anos. O rácio de liquidez, medido pelo ativo corrente sobre o passivo corrente, apresenta um valor médio de 2,26, indicando que em média as consultoras têm capacidade para fazer face às suas obrigações de curto prazo. Relativamente à variável *dummy Eocidental*, cerca de 92% das empresas da amostra pertencem a países da Europa Ocidental.

#### 4.2 Matriz de Correlação de *Pearson*

No Anexo 6 são apresentadas as correlações entre as variáveis de interesse, através das matrizes de Correlação de *Pearson*.

Através da análise da respetiva matriz, é possível verificar que em geral as variáveis apresentam, entre si, correlações fracas à exceção das correlações entre as variáveis *Inter<sup>2</sup>* e *Inter* e entre as variáveis *Size* e *EmployeeLev*. Estes resultados são esperados, uma vez que a variável *Inter<sup>2</sup>* é o termo quadrado da variável *Inter*. Adicionalmente, tanto a variável *Size* como a variável *EmployeeLev* são medidas através do número de colaboradores da empresa, pelo que naturalmente as empresas com um maior rácio colaborador por *partner* apresentam uma dimensão maior. De seguida, as maiores correlações apresentadas são de 0,4167 e de -0,3786 entre as variáveis *Size* e *Inter*, e as

variáveis *Eocidental* e *Age*, respetivamente. Estes resultados sugerem que empresas de maior dimensão têm um maior grau de internacionalização e que as empresas da Europa Ocidental iniciaram a sua atividade há menos tempo que as empresas que não pertencem a esta área geográfica.

O coeficiente de *Pearson* apresenta uma correlação estatisticamente significativa (para os três níveis de significância: 10%, 5% e 1%) e positiva entre a variável *Reputation* e o *ROE*. No entanto, a correlação entre as variáveis *Inter* e *Inter*<sup>2</sup> e a variável dependente não é estatisticamente significativa para nenhum nível de significância, indicando que não existe evidência estatística suficiente para verificar que o coeficiente de *Pearson* é diferente de zero, não suportando a hipótese da existência de uma relação linear entre as variáveis, que por sua vez vai ao encontro da hipótese de estudo H2, apresentada no ponto 2.4 do presente estudo. Por fim, a correlação entre as variáveis *EmployeeLev* e *ROE* é estatisticamente significativa para todos os níveis de significância, apresentando uma relação negativa. Desta forma, este coeficiente de *Pearson* sugere que à medida que o rácio colaborador por *partner* aumenta, a rendibilidade da empresa diminui, resultado que não vai ao encontro da hipótese de estudo H3, apresentada no ponto 2.4.

#### 4.3 Heterocedasticidade, autocorrelação e endogeneidade

Como referido anteriormente, antes das regressões serem efetuadas, a existência de heterocedasticidade e de autocorrelação foi testada. O teste *Breusch-Pagan* apresentou resultados inconclusivos, uma vez que para um nível de significância de 5%, a hipótese nula de variância constante não foi rejeitada, indicando presença de homocedasticidade na amostra. No entanto, para um nível de significância de 10% a hipótese nula é rejeitada, sugerindo que existe evidência estatística para a presença de heterocedasticidade. Assim, com o objetivo de obter conforto nas estatísticas teste desenvolvidas posteriormente, foram utilizados os *robust standard errors*, para mitigar a heterocedasticidade. Através do teste de *Wooldridge* para a autocorrelação em *panel data*, é possível verificar, para todos

os níveis de significância, que existe evidência estatística suficiente para verificar autocorrelação de primeira ordem no modelo.

De modo a efetuar a análise para os diferentes modelos, é necessário identificar qual o método mais adequado, entre os dois métodos, *fixed* e *random effects*, para estimar os respetivos regressores. Caso o modelo tenha incluído nas variáveis explicativas uma variável que seja constante ao longo do tempo, o primeiro método não é adequado. Segundo Wooldridge (2010), se o efeito não observável pode, arbitrariamente, estar correlacionado com cada observação das variáveis explicativas, não é possível distinguir quais os efeitos derivados das variáveis constantes ao longo do tempo, dos efeitos das variáveis constantes que não são observáveis. Uma variável *dummy* pode ser um exemplo de uma variável constante ao longo do período em análise. Visto que todos os modelos, desenvolvidos para efeitos do presente trabalho, têm pelo menos uma variável desta natureza, o método dos *random effects* foi utilizado. Através do método selecionado, é possível corrigir os problemas de autocorrelação e endogeneidade dos modelos.

#### 4.4 Análise de Resultados

A Tabela I apresenta os resultados obtidos relativos às estimativas dos coeficientes das regressões lineares dos seis modelos diferentes em estudo. As regressões lineares em análise permitem testar as hipóteses de estudo apresentadas no ponto 2.4. Salvo indicação em contrário, os testes efetuados no presente estudo, utilizaram um nível de significância de 5%.

O modelo 1 incluí a variável dependente (medida de rentabilidade: *ROE*) e as variáveis de controlo. O modelo 2 acrescenta a análise da variável explicativa *Reputation*, enquanto que os modelos 3 e 4 analisam o efeito das variáveis *Inter* e *Inter*<sup>2</sup> na rentabilidade das consultoras. No modelo 5 é possível verificar se existe um efeito estatisticamente significativo entre a variável explicativa *EmployeeLev* e o *ROE*. Assim, as regressões dos modelos 2, 3, 4 e 5 têm como objetivo efetuar uma comparação entre os resultados obtidos no presente estudo e os resultados obtidos nos estudos empíricos anteriores, apresentados no

Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rentabilidade das consultoras de gestão?

Anexo 1. Por fim, o modelo 6 consiste no modelo principal da investigação efetuada no âmbito deste trabalho.

**Tabela I – Resultados Obtidos nas Regressões Lineares**

| Variáveis                    | Modelo 1                   | Modelo 2                   | Modelo 3                  | Modelo 4                   | Modelo 5                   | Modelo 6                   |
|------------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| <i>Reputation</i>            |                            | 20,42879***<br>(5,629316)  |                           |                            |                            | 20,23746***<br>(5,571153)  |
| <i>Inter</i>                 |                            |                            | 7,708703<br>(6,476822)    | -18,15211<br>(15,38559)    |                            | -14,74145<br>(15,45353)    |
| <i>Inter<sup>2</sup></i>     |                            |                            |                           | 38,68912**<br>(19,26935)   |                            | 36,31556*<br>(18,88296)    |
| <i>EmployeeLev</i>           |                            |                            |                           |                            | -2,839779<br>(3,030094)    | -1,970984<br>(2,635083)    |
| <i>Size</i>                  | -0,0346101<br>(0,9971211)  | -0,4396328<br>(0,9885281)  | -0,4438765<br>(1,122625)  | -0,3197898<br>(1,123603)   | 2,017626<br>(2,44096)      | 0,5966593<br>(2,288148)    |
| <i>Leverage</i>              | -1,962898**<br>(0,9516466) | -1,947728**<br>(0,9531292) | -1,942802**<br>(0,94907)  | -1,985882**<br>(0,9491685) | -1,961098**<br>(0,9525564) | -1,962454**<br>(0,9521114) |
| <i>Liquidity</i>             | -0,0055497<br>(0,2138199)  | -0,0030973<br>(0,2134391)  | -0,0081814<br>(0,2139115) | -0,0128041<br>(0,2135421)  | -0,0028159<br>(0,2146803)  | -0,0088794<br>(0,2137217)  |
| <i>Age</i>                   | -0,0547687<br>(0,0451165)  | -0,0470691<br>(0,0453744)  | -0,0543313<br>(0,043611)  | -0,0485093<br>(0,0449428)  | -0,0534631<br>(0,0452655)  | -0,0401892<br>(0,0448535)  |
| <i>Eocidental</i>            | -5,530714*<br>(3,308773)   | -5,502272*<br>(3,320433)   | -5,665593*<br>(3,272601)  | -5,163071<br>(3,299027)    | -6,078841*<br>(3,353825)   | -5,575069*<br>(3,321174)   |
| <i>Constant</i>              | 25,35391***<br>(3,94927)   | 25,52742***<br>(3,965224)  | 25,68814***<br>(3,9272)   | 25,85729***<br>(3,980087)  | 25,42374***<br>(3,958076)  | 26,14712***<br>(3,975245)  |
| <i>Year dummies</i>          | Incluídas                  | Incluídas                  | Incluídas                 | Incluídas                  | Incluídas                  | Incluídas                  |
| <i>Random Effects</i>        | Sim                        | Sim                        | Sim                       | Sim                        | Sim                        | Sim                        |
| <i>Observations</i>          | 1 746                      | 1 746                      | 1 746                     | 1 746                      | 1 746                      | 1 746                      |
| <i>Wald Chi2</i>             | 34,62***                   | 46,06***                   | 35,85***                  | 41,48***                   | 34,76***                   | 53,70***                   |
| <i>Overall R<sup>2</sup></i> | 0,0225                     | 0,0341                     | 0,0248                    | 0,0294                     | 0,0226                     | 0,0415                     |

Nota: \*, \*\* e \*\*\* significância estatística a 10%, 5% e a 1% respetivamente

Os resultados apresentados pelo modelo 1 sugerem que a variável *Leverage* é a única variável de controlo estatisticamente significativa, para um nível de significância de 5%. Adicionalmente, os resultados apresentados para

esta variável são consistentes em todos os modelos, apresentando sempre uma relação negativa com a variável dependente. Assim, a variação de 1% na alavancagem financeira da empresa resulta numa diminuição de, aproximadamente, 1,96 pontos percentuais no *ROE*, mantendo tudo o resto constante. A variável *dummy Eocidental* também apresenta resultados consistentes ao longo dos modelos, sugerindo uma relação negativa com o *ROE*, sendo estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%, exceto no modelo 4 em que não é estatisticamente significativa para nenhum nível de significância. Desta forma, se a empresa pertencer a um país da Europa Ocidental, a rendibilidade diminui em, aproximadamente, 5,53 pontos percentuais, mantendo tudo o resto constante.

Através da estatística teste *Wald chi-square* é possível verificar se os coeficientes são, conjuntamente, estatisticamente significativos. Uma vez que o *p-value* da estatística *Wald chi-square* é inferior a 5% existe evidência estatística suficiente para verificar que a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis de controlo pode ser rejeitada.

No modelo 2 é possível observar o efeito que a reputação das empresas tem na sua rendibilidade. O coeficiente da variável *Reputation* é estatisticamente significativo e demonstra uma relação positiva com a variável dependente. Assim, se a consultora for considerada no *ranking "Most Prestigious Consulting Firms in Europe"*, a rendibilidade aumenta 20,43 pontos percentuais, mantendo tudo o resto constante. Este resultado é concordante com as investigações realizadas pela maior parte dos autores mencionados no presente estudo (Deephhouse, 2000; Roberts & Dowling, 2002; Greenwood et al., 2005; Sánchez & Sotorrió, 2007; Raithel & Schwaiger, 2015). Desta forma, existe evidência estatística suficiente para aceitar a H1 de que uma boa reputação das consultoras de gestão tem um efeito positivo na rendibilidade. A estatística teste *Wald chi-square* apresenta o segundo valor mais elevado, demonstrando através de um *p-value* inferior a 5%, que os coeficientes são, conjuntamente, estatisticamente significativos.

Os modelos 3 e 4 permitem analisar se existe ou não uma relação não linear entre a internacionalização das empresas e a rendibilidade. No modelo 3 é efetuada a regressão incluindo apenas o termo linear da variável *Inter*, sendo possível verificar que o coeficiente da mesma não é estatisticamente significativo. Após a inclusão do termo quadrado da variável *Inter*,  $Inter^2$ , no modelo 4, o coeficiente de  $Inter^2$  é estatisticamente significativo para os níveis de significância de 5% e 10%. Desta forma, foi realizado um teste conjunto aos coeficientes da variável linear e do respetivo termo quadrático, cuja hipótese nula é que ambos apresentam valores iguais a zero. Uma vez que a hipótese nula foi rejeitada, é possível verificar que existe evidência estatística suficiente para a existência de uma relação não linear entre a internacionalização e o *ROE*. Uma vez que o termo linear e o termo quadrático apresentam um sinal positivo e um sinal negativo, respetivamente, os resultados do presente modelo vão ao encontro dos resultados obtidos pelas investigações de Capar & Kotabe (2003), Lu & Beamish (2004) e Brock et al. (2006).

O modelo 5 permite testar a hipótese de estudo H3 em que a alavancagem, número de profissionais por *partner*, nas consultoras de gestão tem um efeito positivo na rendibilidade. Uma vez que o coeficiente da variável *EmployeeLev* não é estatisticamente significativo, não é possível afirmar que existe evidência estatística suficiente para inferir que a relação linear descrita está presente no modelo em estudo. Desta forma, não é possível concluir em relação à existência de um impacto positivo entre o rácio colaborador por sócio e a rendibilidade das consultoras de gestão.

Por fim, o modelo 6 incorpora todas as variáveis de estudo apresentadas na presente investigação. O coeficiente da variável *Reputation* mantém-se estatisticamente significativo e consistente, face aos resultados apresentados no modelo 2. O impacto na variável dependente diminuiu ligeiramente, sendo que se a consultora estiver presente no *ranking*, a rendibilidade aumenta em 20,24 pontos percentuais, mantendo tudo o resto constante. As variáveis *Inter* e  $Inter^2$ , em conjunto, são estatisticamente significativas e os respetivos coeficientes apresentam os mesmos sinais, que no modelo 4, sugerindo uma relação de forma convexa, ou seja, de forma em “U”, com o *ROE*.

Com vista a calcular o *turning point* desta relação, a derivada da respetiva função foi calculada e igualada a zero. Assim, o resultado do *turning point* é apresentado pelo grau de internacionalização de 0,20. Posteriormente, através do teste da segunda derivada foi possível verificar que se as empresas, com um grau de internacionalização inferior a 0,20, aumentarem a sua exposição internacional, o efeito no *ROE* é negativo, mantendo tudo o resto constante. No entanto, para empresas com um grau de internacionalização superior a 0,20, o aumento da exposição internacional é benéfico para a sua rendibilidade. Na amostra do presente estudo, cerca de 94% das observações apresentam um grau de internacionalização inferior a 0,20. Assim, é possível verificar que existe evidência estatística suficiente para suportar a hipótese de estudo H2 de que a diversificação internacional tem uma relação em forma de “U” com a rendibilidade das consultoras de gestão. Os resultados apresentados para o coeficiente da variável *EmployeeLev* são consistentes com os resultados do modelo 5, ou seja, não é estatisticamente significativo. Consequentemente, não existe evidência estatística suficiente para confirmar a hipótese de estudo H3.

Apesar de todos os modelos apresentarem um  $R^2$  reduzido, demonstram alguns coeficientes estatisticamente significativos, pelo que é possível verificar qual o impacto médio no *ROE*, quando ocorre uma variação numa variável explicativa, mantendo tudo o resto constante. Adicionalmente, a estatística teste *Wald chi-square* dos diferentes modelos, apresenta sempre um *p-value* inferior a 5%, pelo que a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas pode ser rejeitada, demonstrando a validade dos modelos para inferir estatisticamente em relação à rendibilidade das consultoras de gestão.

#### 4.5 Análise de robustez

Com o objetivo de analisar a robustez dos resultados obtidos nos modelos anteriores, foi realizada uma análise adicional retirando da amostra os dois países com maior representatividade, Bélgica e Suécia que representam cerca de 61,74% do total da amostra, conforme indicado no Anexo 2. No Anexo 7 estão apresentados os resultados obtidos, que por sua vez não vão ao encontro dos

resultados dos modelos iniciais.

Considerando todos os modelos, a variável *Liquidity* é a única variável de controlo estatisticamente significativa, para um nível de significância de 5%, e tanto o  $R^2$  como a estatística teste *Wald chi-square* apresentam valores ligeiramente superiores. No modelo 6, a variável explicativa *Reputation* é a única variável estatisticamente significativa, sendo possível suportar a hipótese de estudo H1, apesar do efeito desta variável no *ROE* ser inferior, face ao efeito da mesma no modelo inicial. No entanto, não existe evidência estatística suficiente para suportar as hipóteses de estudo H2 e H3. Desta forma, é possível concluir que os resultados do modelo inicial são influenciados pelas observações das consultoras belgas e suecas.

## **5. Discussão e investigação futura**

### **5.1 Discussão e conclusão dos resultados obtidos**

O âmbito do presente estudo é analisar qual o impacto da reputação, internacionalização e do rácio colaborador por *partner* das consultoras de gestão, na sua rendibilidade. Assim, foram desenvolvidos modelos econométricos com o objetivo de verificar se existe, ou não, evidência estatística suficiente para suportar as três hipóteses de estudo, apresentadas no ponto 2.4.

A primeira hipótese de estudo explora uma relação positiva entre a reputação e a medida de rendibilidade *ROE*. Uma vez que a variável *Reputation* é estatisticamente significativa no modelo 2 e no modelo 6 ( $p\text{-value} < 5\%$ ), existe evidência estatística para confirmar que os resultados obtidos vão ao encontro dos estudos realizados anteriormente. Uma vez que o serviço das consultoras de gestão é intangível, os clientes têm em consideração fatores como a reputação, para avaliar a competência das consultoras (Starbuck, 1992). Assim, a reputação beneficia as *PSFs* de três formas distintas: atração de talento, menores custos com marketing e capacidade para cobrar preços mais elevados dado o renome da sua marca (Greenwood et al., 2005).



A segunda hipótese de estudo considera a relação entre o grau de internacionalização de uma consultora de gestão e a rendibilidade, indicando uma relação em forma de “U”. No caso da variável *Inter*, o seu termo quadrado, *Inter*<sup>2</sup>, é estatisticamente significativo ( $p\text{-value} < 5\%$  no modelo 4 e  $p\text{-value} < 10\%$  no modelo 6) e o coeficiente apresenta um sinal positivo, pelo que existe evidência estatística para suportar a H2. Assim, neste estudo é possível verificar que as consultoras de gestão experienciam efeitos negativos na sua rendibilidade, até atingirem um grau de internacionalização de 0,20. Após este nível, é expectável que as empresas beneficiem de efeitos positivos à medida que se expandem internacionalmente. Segundo Capar & Kotabe (2003) o efeito negativo na rendibilidade é uma consequência das deseconomias de escala associadas à expansão, no entanto, à medida que a empresa vai expandindo internacionalmente, a rendibilidade começa a aumentar, devido aos benefícios das economias de gama.

No estágio inicial da internacionalização, a empresa necessita de investir na sua entrada num novo mercado e na captura de conhecimento local, após esta fase e caso a empresa seja bem-sucedida, estará preparada para crescer globalmente (Brock & Alan, 2009). Adicionalmente, a amostra utilizada neste estudo é representada apenas por consultoras europeias, pelo que os resultados obtidos vão ao encontro das investigações realizadas por Brock et al. (2006) que apresentaram uma relação diferente entre a internacionalização e a rendibilidade de uma empresa americana e de uma empresa europeia.

Por fim, a terceira hipótese de estudo, a alavancagem número de profissionais por *partner* nas consultoras de gestão tem um efeito positivo na rendibilidade, não é suportada empiricamente. Através dos modelos 5 e 6 é possível verificar que a variável *EmployeeLev* não é estatisticamente significativa, resultado que não vai ao encontro das investigações efetuadas por Hitt et al. (2001) e Kor & Leblebici (2005). Ambos os estudos utilizaram como amostra grandes escritórios de advocacia norte americanos, sugerindo que a interação obtida empiricamente por estes autores não se verifique no contexto das consultoras de gestão europeias, com diferentes dimensões. Adicionalmente, 93% das empresas da amostra do presente estudo estão presentes em pelo menos um país estrangeiro.

A expansão internacional requer um grande envolvimento dos *partners* da empresa, limitando assim a capacidade destes em transmitir o seu conhecimento aos restantes colaboradores, comprometendo os benefícios da alavancagem de conhecimento na rendibilidade das consultoras (Kor & Leblebici, 2005). Na amostra do presente estudo, é possível observar uma média do rácio número de profissionais por *partner* superior às médias, do mesmo rácio, apresentadas por estudos anteriores. Este resultado sugere que os benefícios da partilha de conhecimento mencionados pelos diferentes autores, não se verifiquem para empresas com estruturas mais complexas, conforme mencionado por Hitt et al. (2001).

O presente estudo contribuí para as teorias desenvolvidas no contexto das *professional services firms*, na medida em que permite verificar se os resultados obtidos em investigações anteriores, se averiguam quando são estudadas consultoras de gestão. Estes resultados sugerem que os fatores que afetam a rendibilidade das empresas dentro do mesmo sector, podem ter comportamentos distintos de um tipo de empresa para outro, limitando assim a generalização das conclusões empíricas para todas as *PSFs*. De facto, para nosso conhecimento, esta é a primeira investigação empírica que estudou o comportamento de três variáveis distintas na rendibilidade das consultoras de gestão, para um período significativo de tempo. Uma das explicações para a escassez deste tipo de investigações está relacionada com a intangibilidade dos serviços destas empresas e com a falta de disponibilidade de informação para mensurar de forma relevante as variáveis em estudo. Desta forma, o presente estudo apresenta algumas limitações que correspondem a oportunidades para a realização de investigação futura.

## 5.2 Limitações e investigação futura

Uma das principais limitações do presente estudo é a base de dados utilizada. A base de dados Amadeus não apresenta dados para medir as variáveis *Inter* e *EmployeeLev* para todos os anos em estudo, sendo necessário recorrer à razoabilidade dos pressupostos apresentados no ponto 3.2.3. Adicionalmente, a informação disponibilizada apenas se refere à empresa-mãe, não sendo possível medir o tamanho da atividade operacional das subsidiárias no estrangeiro. O método utilizado por Shin et al. (2017) para mensurar a variável *Inter* resulta no mesmo peso para todos os países e subsidiárias estrangeiras, independentemente do tamanho dos mesmos. Assim, seria interessante que os estudos futuros utilizassem indicadores que mensurem com uma maior precisão o grau de internacionalização, como por exemplo o rácio de colaboradores estrangeiros nas subsidiárias, face o número total de colaboradores.

À semelhança de investigações passadas, o presente estudo utiliza os dados disponibilizados por um *ranking* para medir a variável *Reputation*. No entanto, as conclusões retiradas dos resultados obtidos são limitadas, uma vez que os *rates* do *ranking* “*Most Prestigious Consulting Firms in Europe*” são medidos através das perceções de apenas um grupo de *stakeholders* (profissionais que trabalham em consultoras de gestão na Europa). Desta forma, as perceções de outros grupos igualmente importantes, como por exemplo clientes e agências governamentais, não são consideradas. Adicionalmente, o *ranking* utilizado apenas mede a reputação de consultoras de grande dimensão, não existindo dados que permitam avaliar esta relação para consultoras de gestão de menor dimensão. Existem medidas alternativas para a mensuração da reputação das empresas, que podem ser utilizadas em investigações futuras, tais como: análise da reputação nos meios de comunicação (Deephouse, 2000; Greenwood et al., 2005) e questionários disponibilizados aos diferentes *stakeholders* do sector (Rose & Thomsen, 2004; Eberl & Schwaiger, 2005; Raithel & Schwaiger, 2015).

Para além das três variáveis explicativas consideradas no presente estudo, existem outros fatores que também podem ter um impacto significativo na rendibilidade das consultoras de gestão, nomeadamente a diversificação de serviços. No contexto das *PSFs*, esta estratégia de diversificação permite aos clientes contratarem apenas uma empresa para desenvolver diferentes projetos e beneficiar com economias de escala (Greenwood et al., 2005). Desta forma, estudos futuros podem adicionar esta variável explicativa, e verificar o comportamento da mesma com a rendibilidade da empresa e com as restantes variáveis.

A medida de rendibilidade utilizada, o *ROE*, assim como medidas alternativas (como por exemplo o *Return on Assets*) captura os efeitos das variáveis explicativas num dado ano, ou seja, no curto-prazo, pelo que investigações futuras poderão utilizar indicadores para medir os efeitos de longo prazo, como por exemplo o indicador  $q$  de Tobin (Shin et al., 2017).

Por fim, os resultados do presente estudo são influenciados pelas empresas da Bélgica e da Suécia, dada a sua representatividade na amostra, comprometendo assim a generalização das conclusões. Desta forma, seria interessante revisitar o modelo econométrico utilizando uma amostra com uma representatividade de países mais equilibrada.

## 6. Referências Bibliográficas

Abdelzaher, D. M. (2012). The impact of professional service firms' expansion challenges on internationalization processes and performance. *The service industries journal*, 32(10), pp. 1721-1738.

Aharoni, Y. (Ed.). (1993). *Coalitions and Competition* (Routledge Revivals). London: Routledge.

Alon, I., and McKee, D. L. (1999). The internationalization of professional business service franchises. *Journal of Consumer Marketing*, 16(1), pp. 74-85.

Bidwell, M., Won, S., Barbulescu, R., and Mollick, E. (2015). I used to work at Goldman Sachs! How firms benefit from organizational status in the market for human capital. *Strategic Management Journal*, 36(8), pp. 1164-1173.

Black, E., Carnes, T., and Richardson, V. (1999). The market valuation of firm reputation.

Brock, D. M., and Alon, I. (2009). Internationalization of professional service firms. *International Business: Research Teaching and Practice*, 3(1), pp. 52-70.

Brock, D. M., Yaffe, T., and Dembovsky, M. (2006). International diversification and performance: A study of global law firms. *Journal of International Management*, 12(4), pp. 473-489.

Capar, N., and Kotabe, M. (2003). The relationship between international diversification and performance in service firms. *Journal of international business studies*, 34(4), pp. 345-355.

Cousineau, D., and Chartier, S. (2010). Outliers detection and treatment: a review. *International Journal of Psychological Research*, 3(1), pp. 58-67.

Deephouse, D. L. (2000). Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of management*, 26(6), pp. 1091-1112.

DeLong, T., and Nanda, A. (2003). *Professional services: Text and cases*. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Dencic-Mihajlov, K. (2014). Profitability during the financial crisis: evidence from the regulated capital market in Serbia. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 12(1), pp. 7-33.

Eberl, M., and Schwaiger, M. (2005). Corporate reputation: disentangling the effects on financial performance. *European Journal of Marketing*, 39(7/8), pp. 838-854.

Elango, B. (2006). An empirical analysis of the internationalization-performance relationship across emerging market firms. *Multinational Business Review*, 14(1), pp. 21-44.

Fey, C. F., Björkman, I., and Pavlovskaya, A. (2000). The effect of human resource management practices on firm performance in Russia. *International Journal of Human Resource Management*, 11(1), pp. 1-18.

Flood, J. (1999). Professionals organizing professionals: Comparing the logic of US and UK law practice. In D. Brock, C. R. Hinings, & M. Powell (Eds.), *Restructuring the professional organization*, pp. 154–182. London: Routledge.

Gatzert, N. (2015). The impact of corporate reputation and reputation damaging events on financial performance: Empirical evidence from the literature. *European Management Journal*, 33(6), pp. 485-499.

Gilson, R. J., and Mnookin, R. H. (1989). Coming of age in a corporate law firm: The economics of associate career patterns. *Stanford Law Review*, pp. 567-595.

Grant, R. M. (1996). Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic management journal*, 17(S2), pp. 109-122.

Greenhaus, J. H., Collins, K. M., Singh, R., and Parasuraman, S. (1997). Work and family influences on departure from public accounting. *Journal of vocational behavior*, 50(2), pp. 249-270.

Greenwood, R., and Empson, L. (2003). The professional partnership: Relic or exemplary form of governance?. *Organization studies*, 24(6), pp. 909-933.

Greenwood, R., Li, S. X., Prakash, R., and Deephouse, D. L. (2005). Reputation, diversification, and organizational explanations of performance in professional service firms. *Organization Science*, 16(6), pp. 661-673.

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the econometric society*, pp. 1251-1271.

Hitt, M. A., Bierman, L., Shimizu, K., and Kochhar, R. (2001). Direct and moderating effects of human capital on strategy and performance in professional service firms: A resource-based perspective. *Academy of Management journal*, 44(1), pp. 13-28.

Hitt, M. A., Bierman, L., Uhlenbruck, K., and Shimizu, K. (2006). The importance of resources in the internationalization of professional service firms: The good, the bad, and the ugly. *Academy of Management Journal*, 49(6), pp. 1137-1157.

Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., and Kim, H. (1997). International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. *Academy of Management journal*, 40(4), pp. 767-798.

Hofstrand, D., 2009. Understanding profitability. *Ag Decisions Makers*, 2, pp. C3-24;

Iwu-Egwuonwu, R. (2010). Corporate reputation & firm performance: Empirical literature evidence. *International Journal of Business and Management*, 6(4), pp. 197-206

Katrishen, F. A., and Scordis, N. A. (1998). Economies of scale in services: a study of multinational insurers. *Journal of international business studies*, 29(2), pp. 305-323.

Kor, Y. Y., and Leblebici, H. (2005). How do interdependencies among human-capital deployment, development, and diversification strategies affect firms' financial performance?. *Strategic Management Journal*, 26(10), pp. 967-985.

Lane, P. J., and Lubatkin, M. (1998). Relative absorptive capacity and interorganizational learning. *Strategic management journal*, 19(5), pp. 461-477.

Levinthal, D. A., and Fichman, M. (1988). Dynamics of interorganizational attachments: Auditor-client relationships. *Administrative Science Quarterly*, pp. 345-369.

Løwendahl, B. R., Revang, Ø., and Fosstenløkken, S. M. (2001). Knowledge and value creation in professional service firms: A framework for analysis. *Human relations*, 54(7), pp. 911-931.

Lu, J. W., and Beamish, P. W. (2004). International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis. *Academy of management journal*, 47(4), pp. 598-609.

Michael Geringer, J., Beamish, P. W., and DaCosta, R. C. (1989). Diversification strategy and internationalization: Implications for MNE performance. *Strategic Management Journal*, 10(2), pp. 109-119.

Morris, T., and Pinnington, A. (1998). Promotion to partner in professional service firms. *Human Relations*, 51(1), pp. 3-24.

Nachum, L. (1999). The productivity of intangible factors of production: Some measurement issues applied to Swedish management consulting firms. *Journal of Service Research*, 2(2), pp. 123-137.

Noyelle, T. J., and Dutka, A. B. (1988). *International trade in business services: Accounting, advertising, law, and management consulting*, pp. 20-24. Cambridge: Ballinger Publishing Company.



Patterson, P. G., and Cicic, M. (1995). A typology of service firms in international markets: An empirical investigation. *Journal of International Marketing*, pp. 57-83.

Raithel, S., and Schwaiger, M. (2015). The effects of corporate reputation perceptions of the general public on shareholder value. *Strategic Management Journal*, 36(6), pp. 945-956.

Roberts, P. W., and Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic management journal*, 23(12), pp. 1077-1093.

Rose, C., and Thomsen, S. (2004). The Impact of Corporate Reputation on Performance: Some Danish Evidence. *European Management Journal*, 22(2), pp. 201-210.

Rose, T. N. (1998). Coordination and integration processes in global business advisory firms: the role of global clients. In Brock, D. M., Yaffe, T., and Dembovsky, M. (2006). International diversification and performance: A study of global law firms. *Journal of International Management*, 12(4), pp. 473-489.

Sánchez, J. L. F., and Sotorrió, L. L. (2007). The creation of value through corporate reputation. *Journal of business Ethics*, 76(3), pp. 335-346.

Schmenner, R. (1986), "How Can Service Businesses Prosper?" *Sloan Management Review* 28 (3), pp. 21-32;

Schmenner, R. (2004), "Service Businesses and Productivity." *Decision Sciences* 35 (3), pp. 333-347;

Schwaiger, M. (2004). Components and parameters of corporate reputation. *Schmalenbach business review*, 56(1), pp. 46-71.

Sherer, P. D., and Lee, K. (2002). Institutional change in large law firms: A resource dependency and institutional perspective. *Academy of Management journal*, 45(1), pp. 102-119.

Shin, J., Mendoza, X., Hawkins, M. A., and Choi, C. (2017). The relationship between multinationality and performance: Knowledge-intensive vs. capital-intensive service micro-multinational enterprises. *International Business Review*, 26(5), pp. 867-880.

Starbuck, W. H. (1992). Learning by knowledge-intensive firms. *Journal of management Studies*, 29(6), pp. 713-740.

Tallman, S. and Li, J. (1996) "Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms", *Academy of Management Journal*: pp. 179-196;

Vault.com (2018). Most Prestigious Consulting Firms in Europe. Disponível em: <http://www.vault.com/company-rankings/consulting/europe-prestige?sRankID=265&rYear=2017>

Wacker, J., Hershauer, J., Walsh, K.D. and Sheu, C. (2014), "Estimating professional service productivity: theoretical model, empirical estimates and external validity ", *International Journal of Production Research*, 52:2, pp. 482-495;

Wartick, S. L. (2002). "Measuring Corporate Reputation: Definition and Data". *Business & Society*, Vol. 41 No. 4, pp. 371-392.

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press 2<sup>nd</sup> ed, pp. 247 - 278

Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education 4<sup>th</sup> ed, pp. 94-99, pp. 264 – 278.

World Bank (2016). *Thailand Economic Monitor 2016: Services as a New Driver of Growth*, pp. 3-14

Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rentabilidade das consultoras de gestão?

## 7. Anexos

### Anexo 1 – Resultados empíricos de estudos passados e hipóteses de estudo do presente trabalho

| Variável em estudo | Autores e ano              | Período   | Resultado                               | Hipótese |
|--------------------|----------------------------|-----------|---|----------|
| Reputação          | Deephhouse (2000)          | 1988-1992 | Linear Positiva                         | Positiva |
|                    | Roberts & Dowling (2002)   | 1984-1998 | Linear Positiva                         |          |
|                    | Rose & Thomsen (2004)      | 1996–2001 | Sem relação                             |          |
|                    | Eberl & Schwaiger (2005)   | 2003      | Linear Positiva<br>e Linear<br>Negativa |          |
|                    | Greenwood et al. (2005)    | 1991–2000 | Linear Positiva                         |          |
|                    | Sánchez & Sotorrió (2007)  | 2004      | Positiva com<br>retornos<br>decrecentes |          |
|                    | Raithel & Schwaiger (2015) | 2005–2011 | Linear Positiva                         |          |

Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rendibilidade das consultoras de gestão?

|                                      |                         |                  |                                       |              |
|--------------------------------------|-------------------------|------------------|---------------------------------------|--------------|
| Internacionalização                  | Capar & Kotabe (2003)   | 1997–1999        | Forma de “U”                          | Forma de “U” |
|                                      | Lu & Beamish (2004)     | 1986–1997        | Forma de “S” horizontal               |              |
|                                      | Hitt et al. (2006)      | 1992–1999        | Forma de “U” invertido                |              |
|                                      | Elango (2006)           | 1996–2000        | Linear positiva                       |              |
|                                      | Brock et al. (2006)     | 2003             | Forma de “U” invertido e forma de “U” |              |
|                                      | Shin et al. (2017)      | 2005–2012        | Forma de “U” invertido                |              |
| Rácio Colaborador por <i>Partner</i> | Hitt et al. (2001)      | 1987–1991        | Positiva com retornos decrescentes    | Positiva     |
|                                      | Kor & Leblebici (2005)  | 1995, 1997, 1999 | Linear positiva                       |              |
|                                      | Greenwood et al. (2005) | 1991–2000        | Forma de “U”                          |              |

Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rendibilidade das consultoras de gestão?

Anexo 2 – Distribuição das empresas da amostra por país

| País        | Número de empresas | Peso face o total da amostra |
|-------------|--------------------|------------------------------|
| Bélgica     | 71                 | 30,87%                       |
| Suécia      | 71                 | 30,87%                       |
| Portugal    | 14                 | 6,09%                        |
| Itália      | 13                 | 5,65%                        |
| Espanha     | 13                 | 5,65%                        |
| Reino Unido | 11                 | 4,78%                        |
| França      | 8                  | 3,48%                        |
| Finlândia   | 6                  | 2,61%                        |
| Hungria     | 5                  | 2,17%                        |
| Croácia     | 4                  | 1,74%                        |
| Alemanha    | 4                  | 1,74%                        |
| Bulgária    | 3                  | 1,30%                        |
| Ucrânia     | 2                  | 0,87%                        |
| Estónia     | 1                  | 0,43%                        |
| Lituânia    | 1                  | 0,43%                        |
| Holanda     | 1                  | 0,43%                        |
| Polónia     | 1                  | 0,43%                        |
| Eslovénia   | 1                  | 0,43%                        |
| Total       | 230                | 100%                         |

Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rentabilidade das consultoras de gestão?

### Anexo 3 – Mensuração das variáveis em estudo

| Variáveis               | Medida  |
|-------------------------|---|
| Variável dependente     |   |
| $ROE(\%)_{i,t}$         | Rácio entre o resultado líquido e o capital próprio para a empresa $i$ no período $t$   |
| Variáveis independentes |   |
| <i>Reputation</i>       | Variável <i>dummy</i> que apresenta o valor “1” se a empresa consta no <i>ranking</i> do website <i>Vault.com</i> “ <i>Most Prestigious Consulting Firms in Europe</i> ” e valor “0” caso contrário               |
| <i>Inter</i>            | Média entre o rácio número de subsidiárias estrangeiras da empresa sobre o maior desse número na amostra e o rácio número de países estrangeiros em que a empresa $i$ opera sobre o maior desse número na amostra |
| <i>EmployeeLev</i>      | Logaritmo do rácio número de colaboradores da empresa sobre o número total de <i>partners</i>   |
| <i>Size</i>             | Logaritmo do número total de colaboradores da empresa   |
| <i>Age</i>              | Número de anos em que a empresa está ativa  |
| <i>Leverage</i>         | Logaritmo do rácio entre o passivo total e o ativo total  |
| <i>Liquidity</i>        | Rácio entre o ativo corrente e o passivo corrente   |
| <i>Eocidental</i>       | Variável <i>dummy</i> que apresenta o valor “1” se a empresa se situa num país da Europa Ocidental (de acordo com os critérios histórico-sócio-culturais da UNESCO) e valor “0” caso contrário                    |

Nota: a transformação logarítmica das variáveis é utilizada com o objetivo de facilitar a interpretação dos resultados das mesmas e de tornar a distribuição dos dados mais próxima da distribuição normal (Elango, 2006). Adicionalmente, a transformação logarítmica limita o intervalo de dados de uma variável, resultando numa menor sensibilidade da mesma a *outliers* (Wooldridge, 2015).

## Anexo 4 - Resumo das variáveis de controlo

| Variável    | Definição  | Revisão da Literatura  | Sinal esperado |
|-------------|--|--|----------------|
| <i>Size</i> | Logaritmo do número total de colaboradores da empresa. Esta variável permite analisar se a dimensão da empresa é um fator que determina a rendibilidade da mesma | Uma empresa com maior dimensão pode beneficiar de economias de gama e de escala, tendo, portanto, uma vantagem competitiva sobre as empresas de menor dimensão (Elango, 2006; Shin et al., 2017). O tamanho da empresa, pode ser considerado como um indicador de poder de mercado tendo um impacto na rendibilidade da mesma (Elango, 2006).    | +              |
| <i>Age</i>  | Número de anos em que a empresa está ativa. Esta variável representa uma medida de antiguidade da empresa no mercado   | Segundo Shin et al. (2017) a idade de uma empresa está relacionada com a acumulação de recursos intangíveis, como por exemplo a experiência, o conhecimento e a reputação da empresa. Assim, é expectável que empresas mais maduras sejam capazes de gerir as suas atividades de forma mais eficiente tanto a nível nacional como internacional. | +              |

Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rendibilidade das consultoras de gestão?

|                   |   |  |     |
|-------------------|---|--|-----|
| <i>Leverage</i>   | Logaritmo do rácio entre o passivo total e o ativo total. Esta variável é uma medida do nível de endividamento de uma empresa                               | Ao longo dos anos, a evidência empírica sugere que a alavancagem financeira tem uma relação negativa com a rendibilidade das empresas (Dencic-MIihajlov, 2014). De facto, as empresas mais rentáveis não têm tanta necessidade para se endividar, uma vez que são capazes de exercer a sua atividade utilizando os resultados retidos. No entanto, existem níveis ótimos de endividamento, que podem permitir à empresa obter benefícios fiscais, diminuindo a taxa de imposto sobre o rendimento e aumentando o resultado líquido (Dencic-MIihajlov, 2014). | +/- |
| <i>Liquidity</i>  | Rácio entre o ativo corrente e o passivo corrente. Esta variável permite verificar se a empresa tem capacidade para liquidar as suas dívidas de curto prazo | O rácio entre o ativo corrente e o passivo corrente indica se a empresa tem uma estratégia eficiente de gestão dos seus ativos mais líquidos, como por exemplo <i>cash</i> . Se uma empresa tem um grande valor de ativos correntes, então pode existir um elevado custo associado para os manter, diminuindo assim a rendibilidade (Dencic-MIihajlov, 2014). Por outro lado, se a liquidez de uma empresa for insuficiente, existe necessidade de a empresa se endividar de forma a cumprir com as suas obrigações de curto-prazo (Dencic-MIihajlov, 2014). | +/- |
| <i>Eocidental</i> | Variável <i>dummy</i> que apresenta o valor “1” se a empresa-mãe se situa num país da Europa Ocidental e o valor “0” caso contrário                         | Esta variável permite verificar se as empresas da Europa Ocidental são, em média, mais rentáveis que as empresas dos restantes países da Europa, contribuindo também para o controlo das diferenças intrínsecas entre os vários países.  | +/- |



Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rentabilidade das consultoras de gestão?

Anexo 5 – Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

| Variáveis                | Obs.  | Média     | Desvio Padrão | Mínimo    | Máximo    |
|--------------------------|-------|-----------|---------------|-----------|-----------|
| <i>ROE (%)</i>           | 2 217 | 14,03961  | 22,26479      | - 87,101  | 90,666    |
| <i>Reputation</i>        | 2 217 | 0,014885  | 0,1211199     | 0         | 1         |
| <i>Inter</i>             | 2 217 | 0,0570201 | 0,1126329     | 0         | 0,9861111 |
| <i>Inter<sup>2</sup></i> | 2 217 | 0,0159317 | 0,0806334     | 0         | 0,9724151 |
| <i>EmployeeLev</i>       | 2 217 | 1,09927   | 0,6570124     | 0,0579919 | 3,469969  |
| <i>Size</i>              | 2 217 | 1,705276  | 0,8413036     | 0,30103   | 4,674089  |
| <i>Age</i>               | 2 217 | 21,04781  | 19,64841      | 1         | 112       |
| <i>Leverage</i>          | 1 789 | 1,428084  | 0,8573526     | -2,39794  | 2,935592  |
| <i>Liquidity</i>         | 2 132 | 2,625904  | 5,569027      | 0,003     | 82,15     |
| <i>Eocidental</i>        | 2 217 | 0,9210645 | 0,2696989     | 0         | 1         |

Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rentabilidade das consultoras de gestão?Anexo 6 – Matriz de Correlação de *Pearson*

|                             | 1          | 2         | 3         | 4         | 5          | 6          | 7          | 8          | 9       | 10 |
|-----------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|---------|----|
| 1 <i>ROE</i>                | 1          |           |           |           |            |            |            |            |         |    |
| 2 <i>Reputation</i>         | 0,0593***  | 1         |           |           |            |            |            |            |         |    |
| 3 <i>Inter</i>              | -0,0005    | -0,0449** | 1         |           |            |            |            |            |         |    |
| 4 <i>Inter</i> <sup>2</sup> | 0,0322     | -0,0239   | 0,9103*** | 1         |            |            |            |            |         |    |
| 5 <i>EmployeeLev</i>        | -0,0567*** | 0,0473**  | 0,3165*** | 0,2718*** | 1          |            |            |            |         |    |
| 6 <i>Size</i>               | -0,0513**  | 0,1283*** | 0,4167*** | 0,3381*** | 0,8727***  | 1          |            |            |         |    |
| 7 <i>Age</i>                | -0,0430**  | -0,0263   | 0,0377*   | 0,0120    | 0,2130***  | 0,1836***  | 1          |            |         |    |
| 8 <i>Leverage</i>           | -0,0990*** | -0,0059   | 0,0569**  | 0,0583**  | 0,2176***  | 0,2370***  | 0,0638***  | 1          |         |    |
| 9 <i>Liquidity</i>          | -0,0011    | -0,0345   | -0,0480** | -0,0322   | -0,1805*** | -0,2212*** | -0,0320    | -0,2722*** | 1       |    |
| 10 <i>Eocidental</i>        | -0,0383*   | 0,0360*   | 0,0919*** | 0,0558*** | 0,0574***  | 0,1491***  | -0,3786*** | -0,0234    | -0,0035 | 1  |

Nota: \*, \*\* e \*\*\* significância estatística a 10%, 5% e a 1% respetivamente

Qual o impacto da Reputação, Internacionalização e do Rácio Colaborador por *Partner* na rentabilidade das consultoras de gestão?

### Anexo 7 – Resultados da análise de robustez

| Variáveis                    | Modelo 1                   | Modelo 2                   | Modelo 3                   | Modelo 4                   | Modelo 5                   | Modelo 6                   |
|------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| <i>Reputation</i>            |                            | 14,54154 *<br>(7,63746)    |                            |                            |                            | 16,23729**<br>(8,09254)    |
| <i>Inter</i>                 |                            |                            | 10,10846<br>(7,155896)     | -0,9839058<br>(18,38605)   |                            | 5,999708<br>(18,50682)     |
| <i>Inter<sup>2</sup></i>     |                            |                            |                            | 14,8739<br>(19,06692)      |                            | 9,884122<br>(18,84469)     |
| <i>EmployeeLev</i>           |                            |                            |                            |                            | -0,259607<br>(5,332019)    | -0,6369188<br>(5,024062)   |
| <i>Size</i>                  | -0,7624463<br>(1,393060)   | -1,128508<br>(1,420328)    | -1,633994<br>(1,570984)    | -1,582538<br>(1,578462)    | -0,5769032<br>(4,147092)   | -1,83092<br>(4,195189)     |
| <i>Leverage</i>              | -3,096519*<br>(1,635491)   | -3,047601*<br>(1,636597)   | -3,115339*<br>(1,638401)   | -3,105967*<br>(1,64264)    | -3,091196*<br>(1,648974)   | -3,062305 *<br>(1,652385)  |
| <i>Liquidity</i>             | -1,38841**<br>(0,5714397)  | -1,339641**<br>(0,5791999) | -1,409482**<br>(0,5720665) | -1,415231**<br>(0,5729793) | -1,394776**<br>(0,5711022) | -1,375397**<br>(0,5798041) |
| <i>Age</i>                   | -0,0971914*<br>(0,0505049) | -0,0889945*<br>(0,0510883) | -0,491586*<br>(0,0491586)  | -0,0887413*<br>(0,0505513) | -0,0971704*<br>(0,0508201) | -0,0793924<br>(0,0507513)  |
| <i>Eocidental</i>            | -3,014742<br>(3,620239)    | -3,161432<br>(3,62582)     | -3,073411<br>(3,562734)    | -2,775337<br>(3,656928)    | -3,093494<br>(4,002102)    | -3,25154<br>(3,906634)     |
| <i>Constant</i>              | 35,93265***<br>(5,091821)  | 35,88024***<br>(5,115404)  | 36,73509***<br>(5,082031)  | 36,70513 ***<br>(5,118549) | 35,95377***<br>(5,093868)  | 36,96063 ***<br>(5,089934) |
| <i>Year dummies</i>          | Incluídas                  | Incluídas                  | Incluídas                  | Incluídas                  | Incluídas                  | Incluídas                  |
| <i>Random Effects</i>        | Sim                        | Sim                        | Sim                        | Sim                        | Sim                        | Sim                        |
| <i>Observations</i>          | 709                        | 709                        | 709                        | 709                        | 709                        | 709                        |
| <i>Wald Chi2</i>             | 52,84***                   | 57,22***                   | 56,46***                   | 64,56***                   | 53,14***                   | 71,49 ***                  |
| <i>Overall R<sup>2</sup></i> | 0,0570                     | 0,0697                     | 0,0620                     | 0,0627                     | 0,0567                     | 0,0780                     |

Nota: \*, \*\* e \*\*\* significância estatística a 10%, 5% e a 1% respetivamente